



**VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA**  
**EKONOMICKÁ FAKULTA**  
**KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ**

Stanovení hodnoty internetového knihkupectví ABZ knihy, a.s.  
Valuation of the Internet Bookstore ABZ knihy, a.s.

Student: Bc. Radek Kučera

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2019

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Radek Kučera**  
Studijní program: N6208 Ekonomika a management  
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku  
Téma: Stanovení hodnoty internetového knihkupectví ABZ knihy, a.s.  
Valuation of the Internet Bookstore ABZ knihy, a.s.

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretická východiska oceňování podniku
3. Charakteristika podniku ABZ knihy, a.s.
4. Strategická analýza podniku ABZ knihy, a.s.
5. Stanovení hodnoty podniku ABZ knihy, a.s.
6. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-2472-865-0.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

PRATT, Shannon. *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 2007. ISBN 978-0-07-144180-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2018

Datum odevzdání: 26.04.2019



Ing. Josef Kašík, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal  
děkan fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.“

V Ostravě dne 25.4.2019

  
.....  
Bc. Radek Kučera

## **Poděkování**

Rád bych poděkoval Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za vstřícnost, ochotu, odbornou pomoc a věcné rady, které mi pomohly tuto práci dokončit.

# Obsah

---

<b>1</b>	<b>Úvod .....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Teoretická východiska oceňování podniku.....</b>	<b>6</b>
2.1	Hodnota podniku .....	6
2.2	Kategorie hodnot.....	7
2.2.1	Tržní hodnota.....	7
2.2.2	Spravedlivá hodnota.....	7
2.2.3	Investiční hodnota .....	7
2.2.4	Objektivizovaná hodnota .....	7
2.2.5	Synergická hodnota.....	8
2.2.6	Likvidační hodnota.....	8
2.3	Důvody oceňování.....	8
2.4	Faktor času a rizika .....	9
2.4.1	Analýza citlivosti.....	10
2.5	Postup oceňování .....	10
2.6	Strategická a finanční analýza.....	10
2.6.1	Statistické analýzy pro prognózování veličin.....	11
2.6.2	Finanční analýza .....	12
2.6.3	Aktiva provozně nutná a nenutná .....	13
2.6.4	Generátory hodnoty.....	13
2.6.5	Sestavení finančního plánu.....	16
2.7	Metody analýzy majetku .....	16
2.7.1	Metoda účetní hodnoty.....	16
2.7.2	Metoda substanční hodnoty .....	17
2.7.3	Likvidační hodnota.....	18
2.8	Tržní metody .....	18
2.9	Výnosové metody .....	20
2.9.1	Metoda DCF entity .....	20
2.9.2	Metoda DCF equity .....	25
2.9.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	26
2.9.4	Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	26
2.10	Souhrnné ocenění .....	27
<b>3</b>	<b>Charakteristika podniku ABZ knihy, a.s. ....</b>	<b>28</b>
3.1	O společnosti a hlavním předmětu podnikání .....	28
3.2	Historický vývoj.....	28
3.2.1	Historie společnosti ABZ knihy, a.s.....	28
3.2.2	Historie internetového obchodu Knihy.ABZ.cz.....	29
3.3	Současná situace.....	29
3.4	Strategické cíle.....	31
<b>4</b>	<b>Strategická analýza podniku ABZ knihy, a.s. ....</b>	<b>32</b>
4.1	Analýza trhu .....	32
4.1.1	Atraktivita trhu.....	33
4.1.2	Prognóza trhu.....	34
4.2	Analýza tržní pozice a vnitřního potenciálu.....	37
4.2.1	Tržní podíl.....	37
4.2.2	Konkurence .....	39
4.2.3	Vnitřní potenciál.....	40
4.2.4	Prognóza tržních podílů .....	45
4.3	Finanční analýza.....	50

<b>4.4</b>	<b>Rozdělení aktiv dle provozní nutnosti .....</b>	<b>51</b>
4.4.1	Provozně nutné peněžní prostředky.....	51
4.4.2	Provozně nutné zásoby.....	52
4.4.3	Provozně nutný investovaný kapitál.....	52
4.4.4	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	53
<b>4.5</b>	<b>Prognóza tržeb.....</b>	<b>53</b>
<b>4.6</b>	<b>Prognóza ziskové marže .....</b>	<b>54</b>
<b>4.7</b>	<b>Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu .....</b>	<b>58</b>
<b>4.8</b>	<b>Provozní investice.....</b>	<b>59</b>
<b>4.9</b>	<b>Finanční plán.....</b>	<b>60</b>
<b>5</b>	<b>Stanovení hodnoty podniku ABZ knihy, a.s.....</b>	<b>62</b>
<b>5.1</b>	<b>Ocenění metodou DCF entity (equity) .....</b>	<b>62</b>
5.1.1	Diskontní sazba .....	62
5.1.2	Náklady vlastního kapitálu.....	63
5.1.3	Hodnota první fáze .....	63
5.1.4	Pokračující hodnota .....	64
5.1.5	Hodnota neprovozního majetku.....	67
5.1.6	Celkové ocenění metodou DCF.....	67
5.1.7	Kontrolní ocenění metodou EVA.....	68
<b>5.2</b>	<b>Ocenění analýzou majetku .....</b>	<b>69</b>
<b>5.3</b>	<b>Riziko a analýza citlivosti .....</b>	<b>72</b>
<b>5.4</b>	<b>Souhrnné ocenění .....</b>	<b>73</b>
<b>6</b>	<b>Závěr .....</b>	<b>75</b>
	<b>Seznam použité literatury a zdrojů .....</b>	<b>76</b>
	<b>Seznam zkratk.....</b>	<b>78</b>

# 1 Úvod

Oceňování podniku je sice na první pohled poměrně jednoduchá disciplína, ale vzhledem ke komplexnosti problému a k teoretické možnosti zhodnocení výsledné informace investorem je již hned na druhý pohled zjevné, že tomu tak ve skutečnosti nebude.

Při stanovování hodnoty podniku je nutné skloubit jak podnikohospodářskou perspektivu, tak perspektivu tržní, pracovat s hmotnými i nehmotnými aktivy a používat pokročilé metody posuzující výnosy z pohledu času a rizika. S přihlédnutím k finančním dopadům, které ať už správná nebo chybná ocenění podniků mohou mít na investiční činnost, lze tvrdit, že oceňování je naopak jednou z nejsložitějších ekonomických disciplín.

Před samotným oceněním je nutno uvést, že neexistuje objektivní hodnota podniku. Jeho cena se vždy odvíjí od konkrétního subjektu a jeho záměrů. Proto zásadním východiskem při tvorbě ocenění je jeho účel, od kterého se odvíjí kategorie zjišťované hodnoty a forma hlavních činností během evaluace: sběr dat, volba použitých metod, hloubka analýz i interpretace výsledků.

Cílem diplomové práce je stanovení objektivizované hodnoty internetového knihkupectví ABZ knihy, a.s. pro potřeby jednání majitelů s potenciálními investory.



## 2 Teoretická východiska oceňování podniku

### 2.1 Hodnota podniku

Před vymezením hodnoty podniku je vhodné definovat samotný pojem podnik, který se v různých pramenech specifikuje odlišně.

V novém občanském zákoníku byl pojem podnik nahrazen výrazem obchodní závod, který je definovaný v §502:

*“Obchodní závod (dále jen “závod”) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.”<sup>1</sup>*

Vzhledem k užívání pojmu podnik v ekonomické teorii i praxi<sup>2</sup> bude i v této práci místo pojmu obchodní závod používáno pojmu podnik.

Z uvedené definice vyplývá důležité východisko pro oceňování: k podniku je nutno přistupovat jako k organizovanému souboru jmění, jehož jednotlivé části u funkčního podniku přinášejí synergický efekt. Míra neurčitosti při stanovení hodnoty podniku je dále umocněna faktem, že onen synergický efekt nemá hodnotu sám o sobě, ale pouze v souvislosti s očekávanými budoucími příjmy. Podnik je aktivní obvykle po velmi dlouhé období a odhad příjmů ve vzdálené budoucnosti nejistý. Z těchto premis oceňování jednoznačně plyne, že objektivní hodnota podniku neexistuje, vždy jde pouze o odhad. Tento odhad může navíc nabývat velmi rozdílných hodnot z pohledu různých subjektů a jejich podnikatelských záměrů. Prvním krokem při stanovení hodnoty podniku by proto mělo být vyjasnění důvodu ocenění a následná volba kategorie nebo kombinace kategorií hodnot.

---

<sup>1</sup> Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník

<sup>2</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 18 s. ISBN 9788087865385.

## 2.2 Kategorie hodnot

### 2.2.1 Tržní hodnota

Definice tržní hodnoty dle organizace International Valuation Standards Council:

*“Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.”<sup>3</sup>*

Tržní hodnota v sobě obsahuje rovnovážnou cenu vyrovnávající poptávku a nabídku, zohledňuje nejlepší využití předmětu směny obecným subjektem trhu. V prostředí nedokonalého trhu je tato hodnota obtížně zjištělná a reálně lze v prostředí českého kapitálového trhu obvykle určit tuto hodnotu pouze orientačně formou intervalu.

### 2.2.2 Spravedlivá hodnota

Odhad ceny, který je spravedlivý pro převod aktiva nebo závazku mezi dvěma konkrétními informovanými a ochotnými subjekty. Na rozdíl od tržní ceny lze při kalkulaci zohlednit výhody či nevýhody, plynoucí z nabytí pro konkrétní subjekt směny.

### 2.2.3 Investiční hodnota

Investiční hodnota je subjektivní cena konkrétního zájemce, ve které se odráží specifické záměry kupujícího. Tato hodnota může být vyšší nebo nižší než teoretická tržní hodnota.<sup>4</sup>

### 2.2.4 Objektivizovaná hodnota

Jak již bylo zmíněno výše, objektivní hodnota podniku neexistuje. Pojem objektivizovaná hodnota reflektuje tento fakt a označuje takový odhad ceny, který je nejméně sporný, pracuje s přezkoumatelnou výnosovou hodnotou

---

<sup>3</sup> International valuation standards 2017, kapitola IVS 104 Bases of value, odst. 30.1.

<sup>4</sup> KAŠÍK, Josef a Jiří FRANEK. *Základy podnikové diagnostiky*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 2015. 70 s. ISBN 9788024838885.

a předpokládá pokračování podniku v nezměněném konceptu v reálných podmínkách tržních možností a rizik.<sup>5</sup>

### 2.2.5 Synergická hodnota

Synergická hodnota zahrnuje efekt kombinace více podniků, podílů nebo aktiv. Tato synergie může být dostupná pouze pro jeden subjekt nebo pro několik subjektů. V druhém případě by pak synergická hodnota odpovídala tržní hodnotě.

### 2.2.6 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota vychází z ocenění jednotlivých aktiv podniku bez předpokladu synergického efektu a budoucích výnosů.

Jiný pohled na likvidační hodnotu je cena, kterou by bylo možné za podnik získat v případě prodeje v časové tísni bez typického marketingového období.

## 2.3 Důvody oceňování

Jak již bylo zmíněno v kapitole pojednávající o hodnotě podniku, má firma pro různé subjekty a jejich záměry různou cenu, přičemž základní rozdělení spočívá v určení, zda ocenění souvisí nebo nesouvisí se změnami vlastnické struktury.

Obvyklé případy u ocenění, kdy dochází k vlastnickým změnám, jsou například koupě obchodního závodu dle občanského zákoníku, nepeněžitý vklad podniku a požadavek na odkoupení podílu ovládající osobou dle zákona o obchodních korporacích nebo ocenění v souvislosti s fúzí i rozdělením společností dle zákona o přeměnách obchodních společností a družstev.

Ke skupině, nesouvisející s vlastnickou změnou patří například ocenění pro účely poskytování úvěru, ocenění v souvislosti se sanací podniku nebo ocenění při změně právní formy.

Každý důvod ocenění předjímá zjišťovanou kategorii hodnoty, přičemž v našem případě, kdy bude oceňován podnik pro potřeby vlastníka a pro jeho

---

<sup>5</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 35 s. ISBN 9788087865385.

případné budoucí vyjednávání s investory, se nabízí zejména kategorie objektivizované hodnoty.

## 2.4 Faktor času a rizika

Těžiště oceňování tvoří výnosové metody, které vymezují hodnotu podniku na základě budoucích příjmů. Příjmy získané dříve mají pro investora vyšší hodnotu, než příjmy obdržené ve vzdálenější budoucnosti, zejména z důvodu možných reinvestic a nižšího rizika. Tento předpoklad vyžaduje úpravu budoucích příjmů a snížení jejich hodnoty, aby odpovídaly obdržené sumě v současnosti, případně k datu ocenění. Tímto způsobem lze přímo porovnat a zároveň sumarizovat hodnotu příjmů z různých období.

Úprava budoucích příjmů je založena na složeném úročení a pro zjištění současné hodnoty budoucí částky je použit odúročitel, obsahující stanovenou diskontní míru, která zahrnuje jednak faktor času v podobě ušlé příležitosti a jednak faktor rizika v podobě rizikové přirážky.

Obecně lze rizika rozdělit na dvě hlavní kategorie. První kategorií je čisté riziko, mající pouze negativní dopad, jehož příčiny leží mimo podnik. Proti tomuto riziku se lze obvykle dobře zajistit pojištěním. Druhá kategorie je podnikatelské riziko, které má negativní i pozitivní stránku. Toto riziko spočívá v možnosti odchylek od odhadovaných výsledků při hodnocení podniku.<sup>6</sup> Podnikatelská rizika je vhodné identifikovat, posoudit jejich významnost a začlenit tyto výsledky jednak do kalkulované úrokové míry (diskontní sazby) a jednak do souhrnného ocenění podniku.

Základní podnikatelská rizika se promítají do proměnlivosti výnosů podniku a daly by se z jednoho pohledu rozdělit na riziko prodejní, projevující se kolísáním tržeb, dále riziko provozní, související s proměnlivostí fixních provozních nákladů, a riziko finanční spočívající v kolísání fixních finančních nákladů, zejména nákladových úroků. Z druhého pohledu na systematické

---

<sup>6</sup> FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů*. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). 144 s. ISBN 978-80-247-3293-0.

riziko, související s makroekonomickými aspekty a změnou trhu, a na nesystematické neboli specifické riziko, související s konkurencí a s podnikem samotným. Celkové podnikatelské riziko lze vyjádřit součtem dílčích rizik nebo souhrnně pomocí variačního koeficientu výsledků hospodaření za určité období.<sup>7</sup>

#### 2.4.1 Analýza citlivosti

Při posouzení významnosti kvantifikovatelných rizik se v praxi používá analýza citlivosti. Její základní formou je jednofaktorová analýza, která posuzuje dopady jednotlivých rizikových faktorů izolovaně. Pro každý faktor je spočítána hodnota zvoleného finančního kritéria, např. celková hodnota podniku při určité změně rizikového faktoru. Obvykle se pracuje se změnou  $\pm 10\%$ , případně se změnou  $\pm$  procentní bod. Porovnáním rozpětí výsledných intervalů finančního kritéria lze potom snadno zjistit nejvýznamnější rizikové faktory ovlivňující podnik. Tyto výsledky je vhodné reflektovat v interpretaci výsledků ocenění.

### 2.5 Postup oceňování

Postup vždy vychází z důvodu oceňování a z kategorie zjišťované hodnoty. Obecně by postup, zvláště pak při použití výnosových metod, měl obsahovat také strategickou analýzu, ocenění dle zvolených metod a syntézu výsledků, přičemž strategická analýza zahrnuje mimo jiné analýzu trhu a tržní pozice, finanční analýzu, rozdělení aktiv z pohledu provozní nutnosti, prognózu generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu.

### 2.6 Strategická a finanční analýza

Strategická analýza určuje rámec pro prognózy vývoje podniku, které jsou nezbytné pro oceňování většinou metod. Tento rámec je vymezen vnitřním a vnějším potenciálem, kterým podnik a podnikatelské prostředí disponuje.

Vnější potenciál je určen pomocí analýzy a prognózy relevantního trhu. Ve spojení s analýzou stavu a odhadem vývoje konkurenční pozice podniku, představující vnitřní potenciál, získáme odůvodněnou prognózu tržeb

---

<sup>7</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 63 s. ISBN 9788087865385.

podniku. Pod strategickou analýzu lze zařadit dále i finanční analýzu, postupy prognózování nákladů a sestavení plánových výkazů.

### 2.6.1 Statistické analýzy pro prognózování veličin

Pro predikci veličin potřebných pro sestavení finančního plánu lze často s výhodou využít konstrukci regresních modelů. Obvyklé jsou modely jednoduché regrese pomocí analýzy časového trendu nebo s využitím regresoru v podobě určité ekonomické veličiny. Ať už jde o regresor času nebo například regresor v podobě HDP, lze pro modelování využít několik typů funkcí, jejichž definice je uvedena v tabulce 2-1.

Tabulka 2-1

Použité modely regresní analýzy	
Funkce	Rovnice
Lineární	$y = a + bx$
Odmocninná (iracionální)	$y = a + b\sqrt{x}$
Exponenciální	$y = e^{a+bx}$
Logaritmická	$y = a + b \cdot \ln(x)$
S-křivka (shora i zdola omezená) U maximum L minimum	$y = L + \frac{U - L}{1 + e^{a+bx}}$
Hyperbolická	$y = a + \frac{b}{x}$

Vlastní zpracování

Vhodnost jednotlivých modelů lze určit například posouzením předpokládaných průběhů veličin, indexem determinace a Pearsonovým korelačním koeficientem.

V případě veličin bez zjevné trendové nebo cyklické složky může být využita také metoda exponenciálního vyrovnání, pomocí které získáme hodnotu prvního budoucího období dle vzorce (2-1).

$$p_t = p_{t-1} + \alpha(y_{t-1} - p_{t-1}) \quad (2-1)$$

$y_{t-1}$  skutečná hodnota veličiny pro období t-1  
 $p_{t-1}$  exponenciálně vyrovnaná předpověď pro období t-1  
 $\alpha$  vyrovnávací konstanta

Konstanta  $\alpha$  určuje rychlost reakce na změnu. V ekonomii se někdy používá pojem exponenciální klouzavý průměr s periodou, což představuje exponenciální vyrovnání s určením konstanty  $\alpha$  dle délky periody  $n$  podle vzorce (2-2).

$$\alpha = \frac{2}{n+1} \quad (2-2)$$

$n$  délka periody

## 2.6.2 Finanční analýza

Posouzení finanční situace a finančního zdraví podniku obvykle vychází z rozvahy a výkazu zisků a ztrát za několik minulých období. Pomocí horizontální a vertikální analýzy lze získat první závěry o vývoji finanční situace podniku.

Detailnější analýzu představuje rozbor poměrových ukazatelů a jejich syntéza pomocí bankrotních modelů. Pro podmínky České republiky je připraven model Index důvěryhodnosti, který byl zpracován manžely Neumaierovými na základě analýzy několika tisíc českých podniků. Model v sobě obsahuje ukazatele likvidity, zadluženosti, rentability i aktivity. Tvůrci Index důvěryhodnosti postupně vyvíjeli a aktualizovaná forma z roku 2005 je známá pod názvem IN05, přičemž jeho definice je uvedena ve vzorci (2-3).

$$IN05 = 0,13 \frac{A}{CZ} + 0,04 \frac{EBIT}{Ú} + 3,97 \frac{EBIT}{A} + 0,21 \frac{VÝN}{A} + 0,09 \frac{OA}{KZ+KBÚ} \quad (2-3)$$

$A$	aktiva
$CZ$	cizí kapitál
$EBIT$	zisk před úroky a zdaněním
$Ú$	nákladové úroky
$VÝN$	výnosy
$OA$	oběžná aktiva
$KZ$	krátkodobé zdroje
$KBÚ$	krátkodobé bankovní úvěry

Úskalí spočívá ve druhém členu při situaci, kdy se nákladové úroky blíží nule, pak může člen značně zkreslit výsledek, v takovém případě doporučují tvůrci omezit podíl hodnotou 9.

Výsledek ukazatele lze interpretovat dle následujícího seznamu<sup>8</sup>:

- $IN05 < 0,9$  podnik netvoří hodnotu a spěje k bankrotu
- $IN05 \in \langle 0,9; 1,6 \rangle$  šedá zóna
- $IN05 > 1,6$  podnik vytváří hodnotu.

<sup>8</sup> RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. 81 s. ISBN 978-80-247-5534-2.

### 2.6.3 Aktiva provozně nutná a nenutná

Před predikcí výnosů a nákladů je vhodné rozdělit majetek na provozně nutný a provozně nepotřebný. Vychází se z předpokladu, že podnik jako celek má konkrétní podnikatelské zaměření a veškerý majetek, který neslouží tomuto zaměření nebo je kapacitně naddimenzovaný, má odlišnou rentabilitu a zatíží by celkový výsledek ocenění chybou, obvykle se projevující podhodnocením odhadu. Proto je pro potřeby ocenění zavedeným postupem vyčlenění provozně nenutného majetku a posouzení jeho hodnoty odděleně.

Mezi provozně nepotřebná aktiva nejčastěji patří krátkodobý i dlouhodobý finanční majetek, peněžní prostředky přesahující obvyklou míru okamžité likvidity, nadbytečné zásoby nebo kapacity nemovitostí atd., přičemž okamžitá likvidita sice závisí na konkrétních podmínkách podniku a odvětví, ale v běžných případech je doporučována na úrovni 20 %<sup>9</sup>.

### 2.6.4 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty představují několik podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu mají nejpodstatnější vliv na hodnotu podniku a jejich analýzou a prognózou získáme podklady ke stanovení finančního plánu a k ocenění podniku zejména metodou diskontovaných peněžních toků. Mezi generátory hodnot pro využití DCF patří: tržby, provozní zisková marže, provozně nutný pracovní kapitál, provozně nutné investice, diskontní míra, způsob financování a předpokládaná délka činnosti podniku.

#### 2.6.4.1 Prognóza tržeb

Predikce tržeb vychází z analýzy relevantního trhu, konkurence a vnitřního potenciálu firmy, projevujícího se schopností prosadit se v rámci své podnikatelské činnosti. Z těchto analýz by měla vyplynout prognóza vývoje trhu a zároveň tržního podílu podniku, což nám po syntéze jednoznačně definuje i vývoj tržeb podniku.

---

<sup>9</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 144 s. ISBN 9788087865385.



Dle mého názoru je prognóza tržeb, při předpokladu rentabilního provozu, vůbec nejdůležitějším aspektem odhadu hodnoty podniku, protože dnes více než kdy jindy platí, že není problém vyrobit, ale prodat, a zároveň jde o fázi, která pracuje s nejvíce neznámými proměnnými. Projekce tržeb je jedním z hledisek, které by rozhodně nemělo chybět při posuzování spolehlivosti ocenění například analýzou citlivosti.

#### **2.6.4.2 Provozní ziskové marže**

Na základě rozdělení aktiv lze vyčlenit náklady a výnosy, související s jejich provozně nutnou částí. Tyto vybrané nákladové a výnosové položky nám definují tzv. korigovaný provozní výsledek hospodaření. Porovnání KPVH a tržeb představuje provozní ziskovou marži. Podrobení marže celkové i detailní položkové analýze, zahrnující vývoj situace v podnikatelském prostředí, získáme podklady pro její predikci a tím i prognózu korigovaného provozního VH.<sup>10</sup>

Zásadní položky, ovlivňující provozní ziskovou marži, představují zejména výkonová spotřeba a osobní náklady, přičemž výkonová spotřeba sestává z nákladů na pořízení prodaného zboží, ze spotřeby materiálů a energií a z nákladů na služby související s provozem. Všechny tyto nákladové položky lze analyzovat a predikovat formou podílu na tržbách, vývoje v čase nebo například závislosti na makroekonomických veličinách.

#### **2.6.4.3 Pracovní kapitál**

Čistý pracovní kapitál pro potřeby ocenění výnosovými metodami je definovaný odlišně od běžného čistého pracovního kapitálu a dále bude označován jako upravený nebo provozně nutný pracovní kapitál.

Provozně nutný upravený pracovní kapitál je založen na provozně nutném investovaném kapitálu a jeho odlišnost od běžného ČPK, definovaného jako oběžná aktiva snižená o krátkodobý cizí kapitál, spočívá ve dvou úpravách.

---

<sup>10</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 152 s. ISBN 9788087865385.

První změna je na straně krátkodobého cizího kapitálu, do kterého se při výpočtu provozně nutného pracovního kapitálu zařadí pouze neúročený cizí kapitál. Hlavním účelem této změny je oddělení té části závazků, u které nejsme schopni při stanovení diskontní míry explicitně určit náklady kapitálu.

Druhá změna spočívá v kalkulaci s jednotlivými položkami pouze v rozsahu provozně nutném, což umožní sestavení finančního plánu v podobě vhodné pro další využití výnosovými metodami ocenění podniku.

Upravený pracovní kapitál po těchto změnách získáme výpočtem dle tabulky 2-2.

**Tabulka 2-2**

Výpočet upraveného pracovního kapitálu	
+	Peněžní prostředky v provozně nutné výši
+	Provozně nutné zásoby
+	Pohledávky související s provozem
-	Neúročené závazky
+	Časové rozlišení aktiv
-	Časové rozlišení pasiv
=	Pracovní kapitál provozně nutný

Vlastní zpracování

Analýza jednotlivých položek upraveného pracovního kapitálu je obvykle prováděna na bázi doby obratu z tržeb nebo z nákladů zpracovaných v rámci analýzy ziskové marže. Dle kategorie zjišťované hodnoty a výskytu faktorů, ovlivňujících jednotlivé položky pracovního kapitálu, můžeme následně predikovat změny provozně nutného pracovního kapitálu v dalších letech.

#### 2.6.4.4 Investice do dlouhodobého majetku

U analýzy investic do dlouhodobého majetku jde stejně jako u předcházejících generátorů hodnoty pouze o tu část, která byla definována v kapitole 2.6.3, pojednávající o vymezení provozně nutného investovaného kapitálu. Avšak predikce investic do DM je obvykle nejsložitější částí, protože obnova a rozšiřování dlouhodobých aktiv neprobíhá plynule a jejich predikci lze proto jen obtížně extrapolovat.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 161 s. ISBN 9788087865385.

Při analýze investic je vhodné provést detailní rozbor minulosti a identifikovat cyklus obnovy jednotlivých součástí dlouhodobého majetku. Rovněž je vhodné analyzovat konkurenci, přihlídnout k odvětví a odhadnout tempo zvyšování technické náročnosti provozu. Jde o individuální přístup, při kterém nám mohou pomoci obecná doporučení, například prozkoumání vývoje koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto a netto.

### **2.6.5 Sestavení finančního plánu**

Finanční plán, sestávající z plánového výkazu zisku a ztrát, plánové rozvahy a plánového výkazu peněžních toků, představuje důležitý podklad při oceňování podniku některou z výnosových metod.

V předcházející kapitole, pojednávající o generátorech hodnoty, byla popsána tvorba prognóz stěžejních položek finančního plánu. Pro kompletní sestavení výkazů je potřeba generátory hodnoty doplnit o plán financování, položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, výplaty dividend nebo podílů na zisku a případně ostatní méně významné části hlavního provozu, nezpracované v minulé kapitole.

## **2.7 Metody analýzy majetku**

Metody spadající pod ocenění na základě analýzy majetku jsou relativně jednoduché a dobře srozumitelné. Naopak jejich nevýhodou je absence zohlednění nehmotných a ve výkazech nevedených hodnot, jako je know-how nebo goodwill.

Při volbě konkrétní metody je nutno zohlednit budoucí dlouhodobou existenci podniku: pokud u něj předpokládáme další fungování, je vhodné zvolit hodnotu na bázi znovupořízení, v opačném případě pak hodnotu likvidační.

### **2.7.1 Metoda účetní hodnoty**

Nejjednodušší metoda, která je snadno zjistitelná přímo z rozvahy podniku dle vzorce (2-4).

$$V = A - D$$

(2-4)

$V$	účetní hodnota vlastního kapitálu
$A$	účetní hodnota aktiv
$D$	účetní hodnota závazků

Metoda účetní hodnoty je vhodná pro určení výchozích informací pro oceňování podniku, ale vzhledem k omezenému obsahu vedených aktiv a k odchylkám mezi účetní a ekonomickou realitou v oceňování aktiv nemůže sloužit jako metoda pro určení celkové hodnoty podniku.

### 2.7.2 Metoda substanční hodnoty

Substanční hodnota představuje odhad nákladů na znovuvybudování oceňovaného podniku. Existují dva základní přístupy k vytvoření tohoto odhadu, nazývané náklady náhrady a náklady reprodukce.

Přístup náklady náhrady je založen na předpokladu, že není důležitý majetek samotný, ale podstatný je užitek, který aktiva přinášejí. Proto místo odhadu nákladů na znovupořízení stejných aktiv pracuje tato metoda s náklady na pořízení majetku, použitelného ke stejnému účelu, přičemž jeho forma je aktuální v čase ocenění.

Přístup náklady reprodukce naproti tomu předpokládá znovupořízení aktiv ve stejné formě, v jaké se v podniku skutečně vyskytuje.

U obou přístupů je obvyklé ve výpočtech odečítat opotřebení oceňovaných aktiv a výsledkem je substanční hodnota brutto. Po odečtení závazků od hodnoty brutto získáme ocenění vlastního kapitálu neboli substanční hodnotu netto.

Výsledek v praxi těžko proveditelného způsobu vyčíslení veškerých nákladů na znovuvybudování podniku se nazývá úplná substanční hodnota. Obvyklý postup je naproti tomu zahrnutí pouze samostatně vymezitelných hmotných a nehmotných nákladů, což je nazýváno neúplnou substanční hodnotou. Neúplná substanční hodnota je často využívána jako jeden z podkladů pro odhad goodwillu.

Důležitým předpokladem při ohodnocení podniku substanční metodou je správné rozdělení aktiv na provozně nutná a ostatní aktiva. Majetek, který není potřebný k provozu, se neoceňuje náklady na znovupořízení, ale naopak jeho cenou při odprodeji, sníženou o případné náklady na prodej.

Největším úskalím metody bývá ocenění nehmotných aktiv, pokud nemají svůj likvidní trh. Jde především o práva duševního vlastnictví, jako je například vlastní software nebo know-how.<sup>12</sup> Prokazatelnost ocenění takových aktiv je sporné, což neumožňuje použít tuto metodu jako jedinou nebo hlavní při oceňování podniku.

### 2.7.3 Likvidační hodnota

Ocenění likvidační hodnotou nepracuje s podnikem jako funkčním celkem generujícím budoucí výnosy, ale vyjadřuje minimální hladinu hodnoty podniku, který bude rozdělen a rozprodán za tržní ceny.

Při stanovení likvidační hodnoty hraje největší roli rychlost a intenzita likvidace. Rychlost představuje časový rámec, ve kterém bude podnik rozprodán, a intenzita je míra rozdělení aktiv. Dostatečný čas na prodej a volbu optimální intenzity zvyšuje výnosy, naopak prodej pod vnějším tlakem způsobuje podstatné snížení likvidační hodnoty.

Likvidační hodnotu lze použít nejen při ocenění podniku ukončujícího provoz, ale může představovat i dobrou referenční hodnotu, podle které lze porovnáním s výnosovou metodou určit, zda má podnikatelská činnost firmy v budoucnu smysl.

## 2.8 Tržní metody

Tržní metody vycházejí z principu zjištění ceny, za kterou se daný nebo obdobný podnik v určitém období směňuje, přičemž existují dva možné případy: přímé ocenění podniku zařazeného na kapitálovém trhu, a nepřímé ocenění na základě tržního porovnání s obdobnými podniky.

---

<sup>12</sup> KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. 208 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

Ocenění v prvním případě je samozřejmě snadnější, ale i zde existují aspekty, které je nutno zohlednit. Základní jednoduše zjištělnou veličinou je tržní kapitalizace podniku, která ale ve většině případů nejde zaměňovat s tržní hodnotou podniku. Problém spočívá v obvyklém scénáři, kdy je cena akcie určena obchodováním se zanedbatelným podílem. V případě odkupu velkého balíku akcií bývá cena o 20 až 50 % vyšší, což je nazýváno množstevní premii.<sup>13</sup> Opodstatnění této premie obvykle spočívá v získání kontroly nebo vlivu ve společnosti, případně spočívá v subjektu investora, očekávajícího synergii nebo specifický budoucí vývoj podniku. Kontrola nad podnikem nabývá různých úrovní dle velikosti podílu, přičemž pokud je vlastnická struktura značně rozdrobená, může i podíl menší než 50 % znamenat faktickou kontrolu nad podnikem. Výhody kontroly nad podnikem spočívají například v možnosti odvolání a volby managementu, určení strategie, odprodeji majetku, určení dividend nebo výběru dodavatelů.<sup>14</sup> V každém případě se premie obtížně vyčísľuje a k celkovým výsledkům je často potřeba využít kromě tržních metod i jiné oceňovací metody.

U menších podniků a podniků působících na málo rozvinutých kapitálových trzích je daleko častější druhý případ, kdy podnik na burze kótovaný není a jeho cena se zjišťuje metodou tržního porovnání. Tržní porovnání může nabývat různých podob: srovnání s obdobnými podniky kótovanými na burze, oceněnými v rámci IPO nebo prodanými jako celek, a metoda odvětvových násobitelů, která je zvláště v Německu dobře rozpracována.

Při srovnání s podniky, u kterých známe ceny akcií, se využívá násobitelů, z nichž nejpoužívanější je P/E (cena akcie na podíl zisku na akcii), pomocí kterého můžeme ve spojení s informací o celkovém zisku oceňovaného podniku získat orientační výslednou hodnotu. Takových násobitelů existuje celá řada, přičemž kromě ceny akcie obsahují veličiny jako tržby na

---

<sup>13</sup> MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 343 s. ISBN 9788087865385.

<sup>14</sup> PRATT, Shannon. *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. 5th edition, vyd. McGraw-Hill Education, 2007. 385 s. ISBN 978-0071441803.

akcii, účetní hodnota na akcii nebo například dividenda na akcii. Volbou vhodných násobitelů, zvolením dostatečného počtu podobných podniků a analýzou rozdílů mezi podniky získáme požadované ocenění tržní metodou.

Odlišný přístup představuje metoda odvětvových násobitelů, která pracuje s databází hodnot ukazatelů pro různá odvětví, přičemž ukazatele souvisí obvykle s výkony, počty klientů nebo kapacitami podniku. Tímto způsobem lze získat předběžný odhad, který je nutno dopracovat analýzou individuálních faktorů, vztahujících se k oceňovanému podniku.

Tržní metody představují dobrý základ a elegantní řešení ocenění v případech rozvinutého kapitálového trhu. V českém prostředí narážejí na nedostatek informací a tak spolehlivější ocenění tržními metodami vyžaduje obvykle doplňkové analýzy, často založené na netržních metodách.

## 2.9 Výnosové metody

Skupina metod, založených na analýze výnosů, vychází z teze, že hodnota podniku je určena budoucími očekávanými výnosy. Tyto výnosy mohou mít různou formu, která je určena použitou konkrétní metodou, přičemž nejběžnějším typem výnosů jsou peněžní příjmy, se kterými pracují metody diskontovaných peněžních toků.

Všechny výnosové metody jsou ovlivněny několika kritérii, jejichž volba závisí především na důvodu a perspektivě oceňování.

Například kategorie hodnoty modifikuje použití diskontní míry, protože u tržní hodnoty bude relevantní očekávaná výnosnost jiná než u investiční hodnoty, pracující s požadovanou výnosností konkrétního investora.

Dalšími kritérii jsou způsob kalkulace cen s ohledem na inflaci (stálé nebo běžné ceny) nebo způsob kalkulace daní.

### 2.9.1 Metoda DCF entity

Metoda diskontovaných peněžních toků pro podnik jako celek (DCF entity) je považována za základní a nejpoužívanější výnosovou metodu.

Postup je založen na odhadu volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (FCFF) a jejich diskontování váženými náklady kapitálu. Ve výsledné hodnotě je u metody DCF entity započten celkový investovaný kapitál, pro získání hodnoty vlastního kapitálu je finálním krokem odečtení cizího úročeného kapitálu k datu ocenění.

Hodnotu podniku podle základní metody DCF entity lze získat pomocí vzorce (2-5).

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (2-5)$$

$V$  hodnota podniku  
 $FCFF$  volné CF pro vlastníky i věřitele  
 $WACC$  vážený průměr nákladů kapitálu  
 $n$  předpokládaná délka existence podniku v rocích

Problém tohoto základního přístupu k metodě DCF entity tkví v tom, že se obvykle nepředpokládá určité předem dané období, ve kterém bude podnik existovat. Řešením je použití tzv. dvoufázové metody, rozdělující budoucí období na dvě části. V první fázi je v rámci ocenění vypracována prognóza FCFF a pracuje se s ní stejně jako ve výše uvedené základní metodě. Druhá fáze, jejíž vyčíslení je označováno jako pokračující hodnota, zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna.

Pro stanovení pokračující hodnoty lze využít tzv. Gordonův vzorec, používaný pro oceňování akcií na základě dividend. Pokud stanovíme předpokládané tempo růstu FCFF pro celou tuto fázi, tak po aplikaci Gordonova vzorce získáme pokračující hodnotu pomocí vztahu (2-6).

$$CV = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g} \quad (2-6)$$

$CV$  pokračující hodnota (continuing value)  
 $T$  délka období 1. fáze  
 $g$  předpokládané tempo růstu FCFF celé 2. fáze

Rozšířením vzorce (2-5) o diskontovanou pokračující hodnotu získáme celkovou výnosovou hodnotu investovaného kapitálu podle dvoufázové metody DCF entity:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV}{(1+WACC)^T} \quad (2-7)$$



Z výše uvedených vztahů je partneré, že kvalita výsledků metody DCF závisí především na správném odhadu budoucích volných peněžních toků, na stanovení vhodné diskontní míry a s tím související vymezení investovaného kapitálu.

### Třífázová metoda

V některých případech je vhodné mezi výše zmíněné fáze vložit ještě další období, během kterého dojde k úpravě růstu nebo stabilizaci rentability na hodnoty dlouhodobě udržitelné. V této druhé neboli stabilizační fázi se volné peněžní toky odhadují pouze dle tempa růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření a provozně nutného investovaného kapitálu. Výsledná hodnota ocenění třífázovou metodou je určena dle vzorce (2-8).

$$V = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV}{(1+WACC)^{T2}} \quad (2-8)$$

$T1$  délka první fáze

$T2$  součet délek první a druhé fáze

#### 2.9.1.1 Investovaný kapitál

Vymezení investovaného kapitálu je důležitým předpokladem pro správné ocenění podniku. Jednak je oproti rozvaze nutné upravit pasiva z důvodu určení nákladů investovaného kapitálu a jednak je vhodné rozdělit aktiva na provozně nutná a provozně nepotřebná. Vzhledem k odlišnému přístupu k ocenění obou skupin aktiv, může v případě nerozdělení dojít ke značnému rozdílu ve výsledcích, obvykle by došlo z důvodu vyšší investiční náročnosti k podhodnocení podniku. Rozdělení aktiv bylo podrobně popsáno v kapitole 2.6.3.

Úprava pasiv spočívá ve vyčlenění zdrojů, u kterých není možno explicitně zjistit náklady kapitálu. Jedná se zejména o krátkodobé neúročené závazky, jejichž náklady jsou obvykle obsaženy již v cenách dodávek, od kterých je nelze oddělit. Princip vyčlenění krátkodobých neúročených závazků spočívá v použití upraveného pracovního kapitálu, jehož definice byla uvedena v kapitole 2.6.4.3.

Provozně nutný investovaný kapitál lze pak získat součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného provozně nutného pracovního kapitálu.

### 2.9.1.2 Stanovení diskontní míry

Diskontní sazba společně se stanovením peněžních toků představují dva hlavní faktory při ocenění podniku výnosovými metodami.

Základem pro stanovení diskontní sazby podniku jsou firemní náklady kapitálu, sestávající z úhrad nákladů zpoplatněného cizího kapitálu a majiteli očekávaných výnosů vlastního kapitálu.

$$n_k = \frac{VK}{K} n_v + \frac{CK}{K} (1 - s_{dp}) n_c \quad (2-9)$$

$n_k$	firemní náklady kapitálu (diskontní sazba firmy) (WACC) (%)
$n_v$	náklady vlastního kapitálu (%)
$n_c$	náklady cizího kapitálu (%)
$s_{dp}$	sazba daně z příjmů (%)
$CK$	zpoplatněný cizí kapitál (Kč)
$VK$	vlastní kapitál (Kč)
$K$	$CK+VK$

#### Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu jsou obecně oportunitní náklady a závisí na rizikovosti podnikání firmy. Kapitálové teorie předpokládají, že náklady vlastního kapitálu jsou vyšší než náklady na cizí kapitál, což vychází z předpokladů, že věřitel má zajištěný úrokový výnos bez ohledu na ziskovost podniku, vkládá prostředky na předem určenou dobu a náklady na úrok jsou daňově uznatelné.<sup>15</sup>

Obecně se určují náklady vlastního kapitálu jako součet výnosnosti zcela bezpečné investice a rizikové premie. Výnosnost nerizikové investice se nejčastěji určuje výnosností dlouhodobých státních dluhopisů. Ta měla za posledních 18 měsíců relativně stálou hodnotu, která oscilovala okolo 2% hranice, přičemž průměr za období 1.9.2017 až 28.2.2019 nabývá hodnoty 1,89 %. Začátkem roku 2017 došlo k výraznému zvýšení výnosnosti z 0,5 % na zmíněnou 2% hladinu. Průměr za období 4 let (1.3.2015 až 28.2.2019) má hodnotu 0,94 %.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 121 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

<sup>16</sup> Výnos desetiletého státního dluhopisu - ekonomika ČNB. KURZY.cz [online]. Praha: KURZY.cz, 2019 [cit. 2019-03-16]. ISSN 1801-8688. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetileteho-statniho-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/>

Základní přístup pro stanovení rizikové prémie je založen na modelu CAPM, vycházejícího z funkčního kapitálového trhu.

$$n_v = r_0 + \beta(r_m - r_0) \quad (2-10)$$

$n_v$	náklady vlastního kapitálu (%)
$r_0$	výnosnost zcela nerizikové investice (%)
$r_m$	průměrná roční výnosnost tržního portfolia akcií (%)
$\beta$	koeficient specifický pro daný podnik a vyjadřující závislost změny výnosnosti podniku na výnosnosti celého kapitálového trhu

Průměrná roční výnosnost tržního portfolia akcií se pro podmínky ČR obvykle určuje pomocí akciového indexu PX. Vhodnějším řešením je použití indexu PX-TR, který zavedla Pražská burza nově v roce 2014 a který na rozdíl od indexu PX obsahuje pouze nejlikvidnější tituly a do své hodnoty započítává i vyplacené dividendy. Index PX-TR zaznamenal za období od 1.3.2015 do 28.2.2019 posílení o 28,72 %<sup>17</sup>, což odpovídá hodnotě průměrné roční výnosnosti 6,52 %. Za období posledních osmnácti měsíců zpevnil index o 11,03 % (7,22 % ročně).

Koeficient  $\beta$  lze u veřejně obchodovatelných společností určit na základě údajů z kapitálových trhů. U nekótovaných firem byl pro určení koeficientu navržen expertní přístup, který na základě osmi rizikových faktorů (např. velikost podniku, vyjednávací síla vůči dodavatelům a odběratelům aj.) stanoví hodnotu koeficientu v rozmezí 0,5 až 1,5.<sup>18</sup>

Pro určování rizikové přírážky existují další často používané metody, za zmínku stojí například dividendový růstový model nebo stavebnicové modely.

#### Náklady cizího kapitálu

U nákladů na cizí kapitál je situace snadnější, skládají se z úroků nebo kupónových plateb, placených věřitelům. Úroková míra je závislá na situaci na

---

<sup>17</sup> PX-TR : Prague Stock Exchange. *Burza cenných papírů Praha* [online]. Praha: Burza cenných papírů Praha, 2017 [cit. 2017-04-06]. Dostupné z: [https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/prehled/?ID\\_NOTATION=100043176&ISIN=CZ0160000019](https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/prehled/?ID_NOTATION=100043176&ISIN=CZ0160000019)

<sup>18</sup> FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů*. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). 120 s. ISBN 978-80-247-3293-0.

finančním trhu a konkrétních parametrech úvěru (časový rámec, očekávané zisky podniku, bonita dlužníka).

### 2.9.1.3 Výpočet FCFF

Výnosové metody vyžadují vyčíslení volných peněžních toků, tedy toků, které lze z podniku odebrat, aniž by byl jakkoli narušen jeho chod, přičemž volné peněžní toky se nevyskytují v běžných účetních výkazech. Rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný a analýza generátorů hodnoty představují přípravu jednotlivých položek výpočtu volného peněžního toku (FCF), který pro metodu DCF entity představují volné peněžní prostředky pro vlastníky i věřitele (FCFF), zahrnující i nákladové úroky. Výpočet FCFF je patrný z tabulky 2-3.

Tabulka 2-3

Výpočet FCFF	
+	Provozní výsledek hospodaření před daní
–	Provozní výnosy mimořádné a nesouvisející s provozním majetkem
+	Provozní náklady mimořádné a nesouvisející s provozním majetkem
+	Finanční výnosy z provozně nutného majetku
–	Finanční náklady z provozně nutného majetku (bez nákladových úroků)
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní (KPVH <sub>D</sub> )
–	KPVH <sub>D</sub> × sazba daně
=	KPVH
+	Odpisy z provozně nutného majetku
+	Ostatní provozní náklady, které nejsou výdaji v běžném období
–	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
–	Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
=	FCFF

Vlastní zpracování na základě [5]

### 2.9.2 Metoda DCF equity

Metoda DCF equity je obdobou metody DCF entity, přičemž rozdíl spočívá ve vyčíslení hodnoty vlastního kapitálu namísto vyčíslení hodnoty podniku jako celku.

Postup se liší u sestavení volných peněžních toků i v určení diskontní míry. Metoda kalkuluje s volnými peněžními toky pro vlastníky (FCFE), definované v tabulce 2-4, a s diskontní mírou na úrovni nákladů vlastního kapitálu.

Tabulka 2-4

Výpočet FCFE	
+	FCFF
–	Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít
–	Splátky úročeného cizího kapitálu
+	Nový úročený cizí kapitál
=	FCFE

Vlastní zpracování na základě [5]

### 2.9.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Jednoduchá metoda založená na stanovení konstantních nebo lineárně rostoucích budoucích čistých výnosů. Hodnota vlastního kapitálu je určena po stanovení kalkulované úrokové míry podle vzorce (2-12) nebo (2-11). Kalkulovanou úrokovou míru vlastního kapitálu lze stanovit způsobem dle kapitoly 2.9.1.2.

$$V_{VK} = \frac{TČZ}{n_v} \quad (2-11)$$

$$V_{VK} = \frac{\check{C}Z}{n_v - g} \quad (2-12)$$

- $n_v$  náklady vlastního kapitálu (%)  
 $TČZ$  trvalý konstantní čistý zisk  
 $\check{C}Z$  čistý zisk prvního roku budoucího období  
 $g$  trvalý růst čistého zisku

### 2.9.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Tato metoda je založena na principu ekonomického zisku, což je veličina zahrnující i náklady vlastního kapitálu. Hodnotu ukazatele EVA získáme odečtením nákladů na provozně nutný investovaný kapitál, odpovídající čistým operačním aktivům NOA (net operating assets), od veličiny NOPAT, která představuje období korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH), tak jak byl definován v kapitole o stanovení volných peněžních toků pro metodu DCF-entity. Jak je vidět z potřebných vstupních informací, je metoda ekonomické přidané hodnoty srovnatelná s DCF-entity, s tím rozdílem, že postup výpočtů je odlišný a poskytuje nám navíc informaci o tom, jak podnik v průběhu let tvoří nebo likviduje ekonomickou hodnotu. Pokud bude metoda EVA a metoda DCF-

entity kalkulována se stejnými průměrnými váženými náklady kapitálu, NOPAT bude odpovídat KPVH a NOA provozně nutnému investovanému kapitálu, tak při splnění podmínky, že růst KPVH v pokračovací fázi je u metod stejný a zároveň je u metody DCF-entity kalkulováno s konstantní rentabilitou provozně nutného investovaného kapitálu, pak bude výsledek obou metod totožný. Hodnotu podniku dle metody ekonomické přidané hodnoty lze stanovit podle vzorců (2-13) a (2-14).

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1} \quad (2-13)$$

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^{T1} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T2+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^{T2}} - D_0 + A_0 \quad (2-14)$$

$V$	hodnota podniku
$NOPAT$	operační výsledek hospodaření po dani
$NOA$	čistá operační aktiva
$WACC$	vážený průměr nákladů kapitálu
$T1$	délka první fáze
$T2$	součet délek první a druhé fáze
$A_0$	neoperační aktiva k datu ocenění
$D_0$	úročené dluhy k datu ocenění

## 2.10 Souhrnné ocenění

Pro stanovení souhrnné hodnoty podniku neexistují obecně platné postupy, oceňovatel musí vždy postupovat dle konkrétního případu. Existují ale určitá doporučení, kterých se lze držet. Nejdůležitějším z nich je použití nejméně dvou metod, které lze v souhrnném ocenění srovnat a z rozdílu vyvodit závěry. Dále výsledky jednotlivých metod nemá význam průměrovat, místo toho je potřeba dle charakteru metod a spolehlivosti dat určit a argumentovat každé dílčí hodnotě funkci, kterou v rámci výsledku představuje.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 343 s. ISBN 9788087865385.

## **3 Charakteristika podniku ABZ knihy, a.s.**

### **3.1 O společnosti a hlavním předmětu podnikání**

Společnost ABZ knihy, a.s. je rodinný podnik, jehož hlavním předmětem podnikání je provoz internetového knihkupectví.

Akciová společnost má základní kapitál ve výši 2 000 000 Kč. Společnost byla založena v roce 1997, aktuálně má 10 stálých zaměstnanců a několik sezónních brigádníků. Podrobnější informace o společnosti a registrovaných oborech činnosti jsou uvedeny ve výpisech z obchodního a živnostenského rejstříku, které jsou uvedeny v příloze č. 1.

Vývoj internetového obchodu Knihy.ABZ.cz byl započat v roce 2004 a v roce 2005 byl e-shop uveden do provozu. Kompletní softwarové řešení elektronického obchodu včetně podpůrných a administračních systémů bylo vyvinuto společností ABZ knihy, a.s. Vlastní softwarové řešení umožňuje pružné reakce na požadavky trhu.

### **3.2 Historický vývoj**

Historický vývoj lze rozdělit na historii firmy ABZ knihy, a.s. a historii internetového obchodu Knihy.ABZ.cz, které se spojily v roce 2006.

#### **3.2.1 Historie společnosti ABZ knihy, a.s.**

Společnost byla pod názvem X-WEB publishing, s.r.o. založena v roce 1997 skupinou bývalých spolužáků za účelem podnikání na poli tvorby webových prezentací. Aktivitu společnost vykazovala přibližně rok, ale vzhledem k následným životním osudům společníků, kteří se přestěhovali do několika různých měst, nebyla spolupráce efektivní a společnost svou činnost pozastavila. V roce 2006 firma s již novou vlastnickou strukturou převzala projekt jednoho ze společníků, a to projekt internetového knihkupectví Knihy.ABZ.cz, který provozuje dodnes. V roce 2012 proběhla transformace společnosti z formy s.r.o. na akciovou společnost, zároveň proběhlo přejmenování společnosti z X-WEB publishing, s.r.o. na ABZ knihy, a.s.

### 3.2.2 Historie internetového obchodu Knihy.ABZ.cz

Vývoj internetového obchodu ABZ byl započat v roce 2004 a knihkupectví bylo uvedeno do provozu v roce 2005 na URL <http://knihy.abz.cz>. Přibližně po týdnů provozu byla uskutečněna v listopadu 2005 historicky první objednávka knih. V té době nabízel e-shop přibližně 2 500 titulů, které byly dodávány jediným distributorem. V roce 2006 byla rozšířena dodavatelská síť o tři další distributory a nabídka obsahovala již asi 25 tisíc titulů, které podniku přinesly přibližně 10 000 zákazníků. V dalších letech společnost pokračovala v rozšiřování nabídky a zkvalitňování poskytovaných služeb. V roce 2007 byla stanovena vize co možná nejkompletnější nabídky knižních titulů v českém jazyce. Od roku 2008 byla postupně otevírána výdejní místa, kterých je v současnosti 9, z nichž poslední bylo otevřeno na jaře 2018. V roce 2009 byl zprovozněn věrnostní systém. Roku 2014 implementovala společnost rozšíření internetového obchodu o prodej stále oblíbenějších elektronických knih. Ve stejném roce bylo přebudováno výdejní místo v Brně na plnohodnotnou prodejnu, která se v roce 2017 přestěhovala do obchodního centra. V roce 2016 byl elektronický obchod přemístěn kompletně na zabezpečený protokol, jeho nová URL adresa je proto <https://knihy.abz.cz>. V současnosti (stav 2019, únor) obsahuje nabídka přibližně 170 tisíc produktů a obchod vyřídí asi 90 000 objednávek ročně.

Kromě elektronického obchodu provozuje společnost několik dalších webů, které společně s knihkupectvím tvoří synergický celek. Tyto weby v čele s ABZ slovníkem cizích slov jednak plní veřejné bezplatné služby a jednak slouží společnosti jako marketingová podpora či zdroj nezanedbatelných příjmů z reklamy.

### 3.3 Současná situace

V současné době má společnost stabilní místo na knižním trhu, přičemž firma odhaduje svůj tržní podíl v posledních pěti letech na hodnotu přibližně 0,5 %. Dle klasifikace Ministerstva obchodu a průmyslu ČR malých a středních podniků je firma na spodní hranici definice malého podniku.



Kapitálová struktura společnosti k 31.3.2018, která nevykazuje zásadní rozdíly k aktuálnímu stavu, je patrná z tabulky 3-1. Společnost je ne zadlužená, krátkodobý cizí kapitál plyne z obchodních vztahů, jiné zdroje financování společnost aktuálně nevyužívá.

**Tabulka 3-1**

Kapitálová struktura ABZ knihy, a.s. (v tis. Kč)	
<b>Vlastní kapitál</b>	
Základní kapitál	2 000
Výsledek hospodaření	5 005
Kapitálové fondy a fondy ze zisku	-3
Vlastní kapitál celkem	7 002
<b>Cizí kapitál</b>	
Cizí kapitál dlouhodobý	0
Závazky dodavatelům	2 256
Závazky zaměstnancům	335
Daňové závazky	-608
Závazky ke společníkům	201
Závazky ostatní	216
Cizí kapitál krátkodobý celkem	2 400
Cizí kapitál celkem	2 400
<b>Pasiva celkem</b>	<b>9 402</b>

Vlastní zpracování na základě firemních výkazů

Struktura aktiv zjištěna z rozvahy k 31.3.2018 je uvedena v tabulce 3-2.

**Tabulka 3-2**

Struktura aktiv ABZ knihy, a.s. (v tis. Kč)	
<b>Aktiva</b>	
Dlouhodobý majetek hmotný nemovitý (– odpisy)	$3\,116 - 784 = 2\,332$
Dlouhodobý majetek hmotný movitý (– odpisy)	$904 - 832 = 72$
Dlouhodobý majetek nehmotný (– odpisy)	$969 - 969 = 0$

Dlouhodobý majetek finanční	47
Dlouhodobý majetek celkem	2 451
Finanční oběžný majetek	669
Pohledávky	1 064
Zásoby zboží	5 157
Zásoby materiálu	61
Oběžný majetek celkem	6 951
<b>Aktiva celkem</b>	<b>9 742</b>

Vlastní zpracování na základě firemních výkazů

Z tabulek 3-1 a 3-2 lze odvodit aktuální čistý pracovní kapitál společnosti:

ČPK = Vlastní kapitál + Cizí kapitál dlouhodobý – Dlouhodobý majetek = 4 551 tisíc Kč

### 3.4 Strategické cíle

Vizí podniku je nabízet nejširší možný výběr českých titulů, které budou zákazníkům doručeny rychle a spolehlivě.

Strategické cíle vyplývající z vize podniku:

- Spolupráce se všemi aktivními knižními distributory
- Průběžné hledání a začleňování malých a středních nakladatelů, kteří nejsou plně pokryti distributory
- Zvýšení počtu titulů skladem, aby většina objednávek byla vyřízena do druhého dne

## 4 Strategická analýza podniku ABZ knihy, a.s.

### 4.1 Analýza trhu

Vymezení relevantního trhu pro podnik ABZ knihy, a. s. vychází ze zmíněných hlavních podnikatelských činností a lze jej v nejširším pojetí definovat jako maloobchodní český knižní trh. Svaz českých knihkupců a nakladatelů vydává každoročně zprávu o stavu knižního trhu, obsahující základní údaje o jeho velikosti, vývoji a částečně také údaje potřebné pro segmentaci trhu. Bohužel neexistuje jiný souhrnný zdroj informací o velikosti knižního trhu, přičemž SČKN uveřejňuje tento kvalifikovaný odhad až od roku 2011. Takto krátká časová řada sice neposkytuje statisticky zcela pevnou základnu pro hledání korelací s dalšími ekonomickými proměnnými, ale s přihlédnutím ke stabilitě trhu bude pro provedení prognózy dostačující.

Podnikání společnosti je zaměřeno na dva hlavní segmenty knižního trhu: online prodej tištěných knih a online prodej elektronických knih. Z tabulky 4-1 je patrný vývoj jak celkového knižního trhu, tak zmíněných segmentů.

Tabulka 4-1

Vývoj knižního trhu a HDP (v mld. Kč)							
Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vývoj HDP v běžných cenách	2,0%	0,6%	0,9%	5,3%	6,5%	3,7%	5,9%
Výdaje domácností na spotřebu v běžných cenách	1,6%	1%	1,4%	2,4%	3,8%	4,2%	6,7%
Obrat knižního trhu	7,0	7,2	7,2	7,2	7,5	7,8	8
Změna knižního trhu		2,9%	0,0%	0,0%	4,2%	4,0%	2,6%
Obrat u tištěných knih	6,99	7,17	7,14	7,12	7,40	7,68	7,86
Změna obratu tištěn. knih		2,6%	-0,5%	-0,3%	3,9%	3,9%	2,4%
Obrat u e-knih	0,01	0,03	0,06	0,08	0,10	0,12	0,14
Změna obratu e-knih		213%	126,3%	29,1%	29,5%	13,0%	16,2%

Vlastní zpracování na základě [14], [15], [16], [17], [18], [19], [20]

Trh tištěných knih vykazuje relativní stabilitu a koreluje s určitým zpožděním s vývojem HDP. Naproti tomu nově se utvářející trh elektronických knih prochází bouřlivým vývojem s dvoucifernými růsty. Tyto údaje budou využity při prognóze vývoje obou segmentů knižního trhu.

#### 4.1.1 Atraktivita trhu

V rámci analýzy trhu bude posouzeno několik hlavních faktorů, ovlivňujících atraktivitu trhu tištěných knih i trhu e-knih. Zásadní faktory ovlivňující atraktivitu daných trhů: růst trhu, velikost trhu, bariéry vstupu, rentabilita, substituce, citlivost na konjunkturu, forma trhu na základě dodavatelské a odběratelské struktury.

Velikost a růst trhu byly zpracovány v předchozích kapitolách. Bariéry vstupu existují, ale nejsou příliš významné. U tištěných knih je hlavní bariérou zajištění konkurenceschopné logistiky a u e-knih pak vytvoření prodejního informačního systému a logistika zde nehraje významnou roli.

Substituce obecně u knih spočívá v jiných zdrojích informací, a to zejména konzumace obsahu na internetu, přičemž u tištěných knih představuje vyšší hrozbu jednak z důvodu, že k e-knihám přešli noví zákazníci, kteří již obvykle substituční zdroje stejně využívají, a jednak část klasických čtenářů přechází ke čtení elektronických knih a míra opačné substituce je nižší.

Rentabilita na trhu e-knih je vyšší z důvodu omezení cenové politiky a absence významných logistických nákladových položek. Citlivost na konjunkturu u trhu tištěných knih je patrná z tabulky 4-1 a hodnotíme ji jako průměrnou, u e-knih vzhledem ke krátké existenci trhu to z dat vyvozovat nelze, ale vzhledem k obdobnému charakteru trhů předpokládáme také průměrnou citlivost. Forma trhu je v případě tištěných knih polypol – polypson u e-knih pak oligopol – polypson.

Shrnutí a ohodnocení atraktivity trhu je patrné z tabulky 4-2.

Tabulka 4-2

Atraktivita trhu							
Kritérium	Váha	Bodové hodnocení (0-negativní; 4-pozitivní)					Celkem
		0	1	2	3	4	
Tištěné knihy							
Růst trhu	3			X			6
Velikost trhu	2				X		6
Rentabilita	2			X			4
Bariéry vstupu	2		X				2
Citlivost na konjunkturu	1			X			2
Substituce	1		X				1
Forma trhu	1					X	4
Celkem trh tištěných knih	12	Maximum dosažitelných bodů: 48					25

Elektronické knihy							
Růst trhu	3					X	12
Velikost trhu	2		X				2
Rentabilita	2				X		6
Bariéry vstupu	2		X				2
Citlivost na konjunkturu	1			X			2
Substituce	1			X			2
Forma trhu	1				X		3
Celkem trh e-knih	12	Maximum dosažitelných bodů: 48					29

Vlastní zpracování na základě [5]

Dosažené hodnocení odpovídá mírně nadprůměrné atraktivitě obou trhů, konkrétně u tištěných knih na úrovni 52 % a u e-knih 60 %.

Z analýzy vyplývají hlavní příležitosti i hrozby obou trhů, které jsou patrné z tabulky 4-3.

**Tabulka 4-3**

Příležitosti a hrozby trhů pro podnik ABZ knihy, a.s.		
Trh	Příležitosti	Hrozby
<b>Tištěné knihy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• možnost vyjednání lepších cen u titulů nabízených mnoha dodavateli</li> <li>• velký prostor pro růst podílu na trhu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• vstup nových konkurentů</li> <li>• přechod klasických čtenářů k jiným typům informačních zdrojů</li> </ul>
<b>Elektronické knihy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• další rychlý růst trhu</li> <li>• vysoká marže umožňuje investice do marketingu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• malý a nestabilní trh</li> <li>• vstup nových konkurentů</li> </ul>

Vlastní zpracování

#### 4.1.2 Prognóza trhu

U trhu založeného na zbytném zboží, jakým jsou knihy, existuje předpoklad závislosti na konjunkturu s případným časovým posunem. Při prognóze trhu budeme proto nejdříve posuzovat míru korelace vývoje trhu s časem, s výdaji domácností na spotřebu, s HDP a s  $HDP_{t-1}$  (korelace trhu s loňským HDP). Úroveň korelace jednotlivých časových řad uvedených v tabulce 4-1 byla stanovena pomocí Pearsonova korelačního koeficientu.

**Tabulka 4-4**

Pearsonův korelační koeficient					
Časová řada	Rok	HDP	Spotřeba	$HDP_{t-1}$	Trh tištěných knih
Rok	100,0%				
HDP	96,6%	100,0%			

Spotřeba	95,1%	98,8%	100,0%		
HDP <sub>t-1</sub>	94,4%	98,0%	98,7%	100,0%	
Trh tištěných knih	92,7%	96,1%	97,2%	99,4%	100,0%

Vlastní zpracování na základě [14], [15], [16], [17], [18], [19], [20]

Z tabulky 4-4 je patrná nejvyšší míra korelace při závislosti vývoje trhu na předcházejícím hrubém domácím produktu a na výdajích domácností na spotřebu. Silný Pearsonův koeficient naznačuje vhodnost použití lineární závislosti, přičemž vzhledem k velmi krátké časové řadě dostupných relevantních dat nemá význam uvažovat o složitějších regresních modelech, které by mohly naopak vnést do prognózy vyšší míru nejistoty.

Predikce vývoje velikosti trhu tištěných knih byla stanovena pomocí lineární regrese metodou nejmenších čtverců pro regresory HDP<sub>t-1</sub> a výdaje domácností na spotřebu. Predikce je uvedena v tabulce 4-5.

**Tabulka 4-5**

Prognóza trhu tištěných knih (v mld. Kč)					
Rok	Trh - skutečnost	HDP v běžných cenách dle MF	Spotřeba domácností dle MF	Predikce dle HDP <sub>t-1</sub>	Predikce dle spotřeby domácností
2011	6,99	4034	1979	7,02	7,04
2012	7,17	4060	1998	7,10	7,08
2013	7,14	4098	2025	7,13	7,13
2014	7,12	4314	2074	7,17	7,23
2015	7,4	4596	2152	7,39	7,40
2016	7,68	4768	2243	7,68	7,59
2017	7,86	5047	2393	7,86	7,90
2018	predikce:	5313	2542	<b>8,15</b>	8,21
2019	predikce:	5590	2685	<b>8,42</b>	8,51
2020	predikce:	5823	2811	<b>8,71</b>	8,77
2021	predikce:	6068	2934	<b>8,95</b>	9,03
2022	predikce:	6321	3050	<b>9,20</b>	9,27

Vlastní zpracování na základě údajů MF a SČKN

Vzhledem k vyšší míře korelace a nižším predikovaným hodnotám, což omezí riziko nadhodnocení trhu, byla pro ocenění podniku zvolena prognóza trhu na základě regresoru  $HDP_{t-1}$ .

#### 4.1.2.1 Prognóza trhu elektronických knih

Nově vzniklý a bouřlivě se rozvíjející trh e-knih nepodléhá díky svému počátečnímu utváření ekonomickým cyklům. Predikce jeho vývoje bude proto stanovena pomocí jednoduché regrese časového trendu. Rychlý růst trhu nemůže pokračovat donekonečna, proto se kromě lineární regrese jeví jako vhodný model také aproximace logaritmickou nebo odmocninnou funkcí.

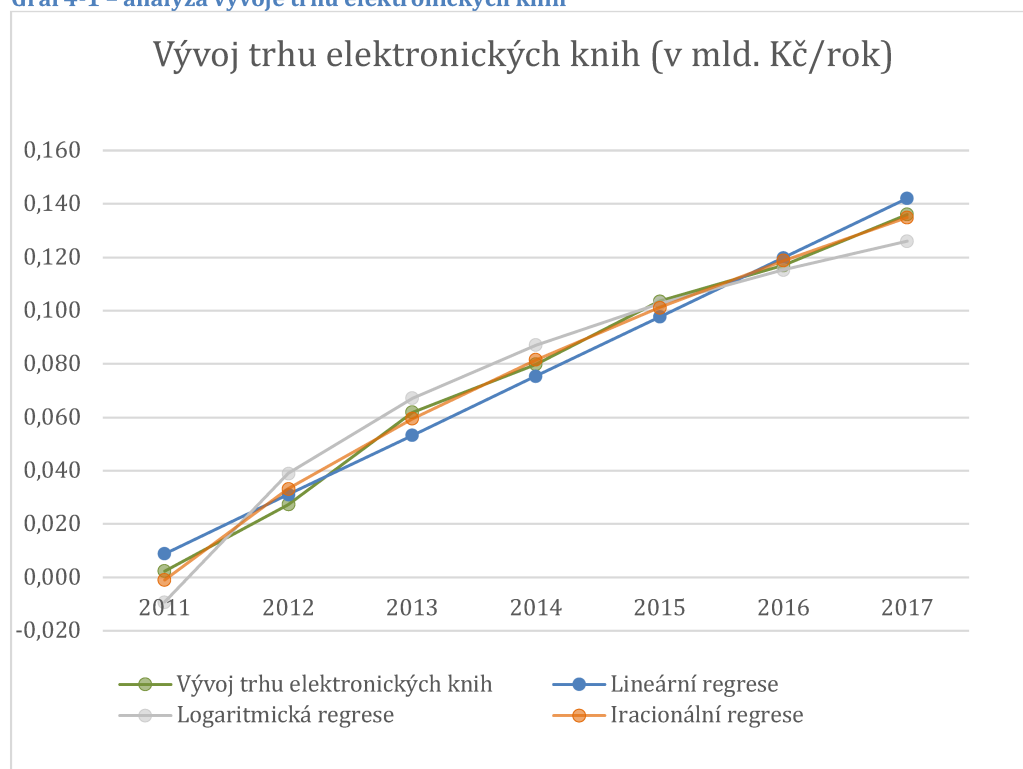
Kvalita jednotlivých modelů byla posouzena pomocí indexu determinace a predikčního testu na poslední 4 roky skutečných zjištěných údajů. Výsledky jsou uvedeny v tabulce 4-6 a grafu 4-1.

Tabulka 4-6

Prognóza velikosti trhu elektronických knih (v mld. Kč)				
Rok	Skutečná velikost trhu	Lineární regrese	Logaritmická regrese	Iracionální regrese
2011	0,002	0,009	-0,009	-0,001
2012	0,027	0,031	0,039	0,033
2013	0,062	0,053	0,067	0,059
2014	0,080	0,075	0,087	0,082
2015	0,104	0,098	0,103	0,101
2016	0,117	0,120	0,115	0,119
2017	0,136	0,142	0,126	0,135
2018	Prognóza:	0,164	0,135	<b>0,150</b>
2019	Prognóza:	0,186	0,143	<b>0,164</b>
2020	Prognóza:	0,209	0,151	<b>0,178</b>
2021	Prognóza:	0,231	0,157	<b>0,190</b>
2022	Prognóza:	0,253	0,163	<b>0,202</b>
Index determinace:		98,4%	96,8%	99,5%

Vlastní zpracování na základě údajů SČKN

Graf 4-1 – analýza vývoje trhu elektronických knih



Vlastní zpracování na základě údajů SČKN

Z tabulky 4-6 je patrné, že model založený na odmocninné aproximaci má výrazně vyšší statistickou kvalitu než ostatní modely. Charakter funkce má tendenci, na rozdíl od lineární regrese, vývoj trhu spíše podhodnocovat, což omezí riziko příliš optimistického odhadu vývoje nestabilního nového trhu. Vzhledem k účelu ohodnocení byla proto zvolena prognóza založená na iracionální funkci.

## 4.2 Analýza tržní pozice a vnitřního potenciálu

Společnost ABZ knihy, a.s. je tvůrcem a provozovatelem několika webů, které plní různé funkce a zároveň tvoří synergický celek. Podnikání nad těmito weby by se dalo rozdělit do tří funkčních oblastí: prodej tištěných knih, prodej elektronických knih a nabídka prostoru pro online reklamu. Všechny oblasti generují příjmy a spotřebovávají zdroje v různých poměrech. Při analýze konkurence a vnitřního potenciálu je vhodné posoudit tyto oblasti odděleně.

### 4.2.1 Tržní podíl

Vývoj tržního podílu společnosti byl určen na základě velikosti trhu tištěných i elektronických knih a tržeb podniku. Údaje o tržbách jsou zjištěny do



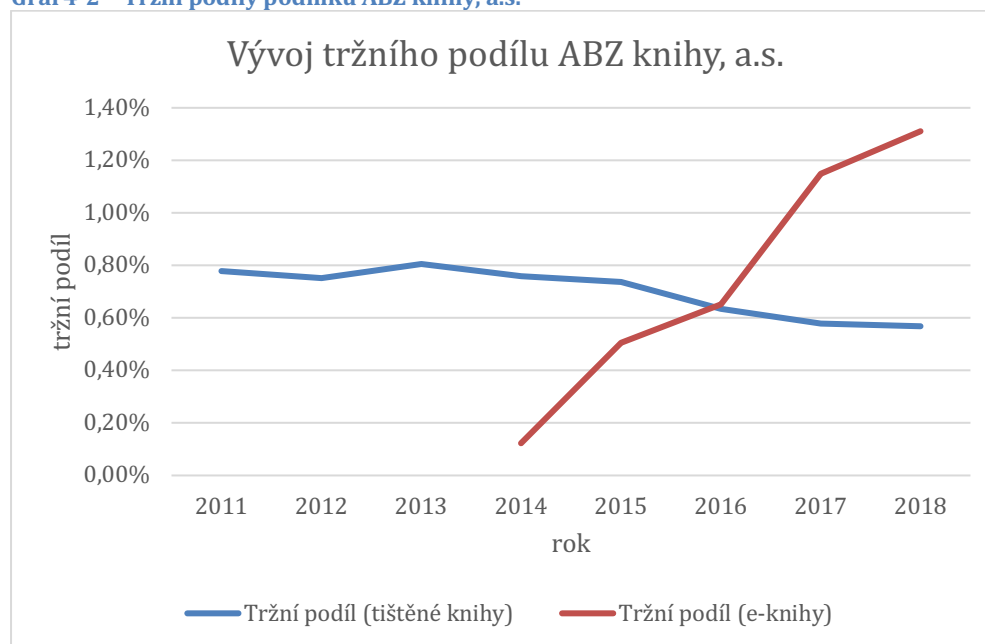
roku 2018 a rozděleny do příslušných skupin. Údaje o velikosti trhu jsou známy do roku 2017, pro určení tržního podílu minulého roku byla proto využita prognóza z kapitoly 4.1.2.

Tabulka 4-7

Vývoj tržeb a velikost trhu (v mil. Kč)						
Rok	Tržby tištěných knih	Tržby e-knih	Trh tištěných knih	Trh e-knih	Tržní podíl tištěných knih	Tržní podíl e-knih
2011	54,4		6998	2,3	0,78%	
2012	53,9		7173	27,4	0,75%	
2013	57,5		7138	61,9	0,81%	
2014	54,1	0,10	7120	79,9	0,76%	0,12%
2015	54,5	0,52	7397	103,5	0,74%	0,51%
2016	48,8	0,76	7683	117,0	0,63%	0,65%
2017	45,5	1,56	7864	136,0	0,58%	1,15%
2018	46,3	1,97	8148	150,0	0,57%	1,31%

Vlastní zpracování

Graf 4-2 – Tržní podíly podniku ABZ knihy, a.s.



Vlastní zpracování

Z tabulky 4-7 a grafu 4-2 je patrný mírný pokles tržního podílu u hmotných produktů a výrazný růst podílu na prodejích elektronických knih. Na obou trzích má společnost nízké podíly, které naznačují malou vyjednávací sílu a slabý vliv podniku na trh.

#### 4.2.2 Konkurence

Vzhledem k relativní atraktivitě trhu se konkurence v oblasti online prodeje tištěných knih neustále zvyšuje. V letech 2011 až 2014 vstoupilo na trh několik kapitálově silných hráčů, kteří si zejména agresivní cenovou politikou získali své místo na trhu. Dalším trendem, zvyšujícím konkurenční tlak, je vstup velkých distribučních společností na maloobchodní trh, přičemž jejich možnosti při práci s cenou jsou vyšší než u běžných elektronických obchodů.

Cenový boj dopadá nejvíce na malá kamenná knihkupectví, která se svými náklady nedokážou cenově konkurovat. V zájmu zachování diferenciované nabídky včetně kulturního prostředí knihkupectví přistoupila mnohá nakladatelství k nastavení maximální povolené slevy u svých titulů. Tento trend posledních dvou let nabývá na síle a usměrňuje konkurenční boj z oblasti nízkých cen do oblasti kvality služeb.

Hlavní část maloobchodního prodeje knih stále probíhá v rámci kamenných knihkupectví, kterých bylo v ČR v roce 2018 přibližně 500. Dominantní roli zde hrají knihkupecké řetězce: Kanzelsberger, Luxor, Kosmas, Knihy Dobrovský, Levné knihy, Knihcentrum, Beta Dobrovský. Malá nezávislá knihkupectví jsou nadále na ústupu.<sup>20</sup>

Internetový prodej, který je v podstatné části navázán na kamenná knihkupectví provozovatelů, vykazuje dva hlavní trendy: růst nových online knihkupectví (Megaknihy, Dobré knihy) a vyrovnávání cenových hladin díky postupujícímu omezení povolených slev nakladateli. Nejvýznamnější internetová knihkupectví dle návštěvnosti z dubna 2018 jsou uvedeny v tabulce 4-8.

---

<sup>20</sup> SČKN. *Zpráva o českém knižním trhu 2017/18* [online]. 2018 [cit. 2019-03-20]. 14 s. ISBN 978-80-907020-2-8. Dostupné z: <https://www.sckn.cz/zpravy-o-ceskem-kniznim-trhu/>

**Tabulka 4-8**

Internetová knihkupectví dle návštěvnosti v dubnu 2018 (návštěv za měsíc)	
Kosmas.cz	880 000
Knihydobrovsky.cz	750 000
Megaknihy.cz	670 000
Martinus.cz	390 000
Neoluxor.cz	370 000
Levneucebnice.cz	280 000
Albatrosmedia.cz	180 000
Knihcentrum.cz	170 000
Bux.cz	160 000

Zdroj: SČKN

Knihkupectví Knihy.ABZ.cz v přehledu uvedeno není, protože je provozováno na doméně třetí úrovně, pro kterou statistiky běžnými veřejnými nástroji nejsou dostupné. [15] Dle interních údajů mělo knihkupectví ve stejném období návštěvnost 190 000.

### 4.2.3 Vnitřní potenciál

Hlavním determinantem vnitřního potenciálu firmy je velikost na rozhraní malého a drobného podniku. Její možnosti investic do inovací, kapacity zásob nebo například úspor z rozsahu proto proti konkurenci, která se obvykle kromě internetového prodeje zabývá i velkoobchodní distribucí nebo disponuje řetězcí kamenných knihkupectví, jsou omezené.

Vnitřní potenciál posoudíme pro obě hlavní zaměření podniku pomocí srovnání s hlavními konkurenty dle několika faktorů, mezi něž patří kvalita logistických služeb, technická úroveň elektronických obchodů, cenová úroveň, online reklama, šíře nabídky, řízení, lidský kapitál, inovační aktivity, majetek a finanční situace.

#### 4.2.3.1 Prodej tištěných knih

##### Logistika

Kvalita logistických služeb vychází z omezených skladově držených zásob. Přibližně 10 tisíc skladových položek, což tvoří přibližně 7 % všech nabízených knih, představuje nižší úroveň než je obvyklé u konkurence. Na druhou stranu automatické aktualizace skladových stavů na hodinových nebo denních bázích

u všech větších dodavatelů tuto nevýhodu částečně eliminuje. Expediční oddělení pracuje na základě strojového čtení identifikačních údajů produktů a doručuje pomocí sítě vlastních výdejen, přepravních společností nebo České pošty, což je obdobné jako u konkurence.

#### Technická úroveň

Technická úroveň elektronického obchodu je z pohledu obsahu, struktury kategorizace a doprovodných webů na nadprůměrné úrovni, což tvoří základní konkurenční výhodu podniku, ale z pohledu intuitivnosti ovládání proti konkurenci mírně zaostává. Nezanedbatelný aspekt spočívá v plné kontrole nad systémem, který společnost vytvořila a spravuje vlastními silami.

#### Cenová úroveň

Cenová úroveň prochází neustálým vývojem, obecně mají největší čistě internetová knihkupectví z důvodu úspor z rozsahu nižší cenovou úroveň. Naproti tomu internetová knihkupectví, provozována velkoobchodními distributory nebo podniky disponujícími kamennými řetězci, drží z důvodu srovnání cen v distribuci nebo v obchodech cenovou úroveň výše. Podnik má při srovnání s konkurencí průměrnou nebo mírně podprůměrnou cenovou úroveň, ale vzhledem k omezení, která aplikují nakladatelé na maximálně možné nabízené slevy, se cenová úroveň nejvýhodnějších nabídek zvyšuje a podnik je konkurenceschopnější.

#### Online reklama

Zákazníky elektronického obchodu lze rozdělit do dvou skupin: stálí zákazníci a zákazníci náhodní, kteří jednak nakoupí a jednak mají potenciál stát se stálými. Druhá skupina je pro web Knihy.ABZ.cz dominantní a přiváděna na stránky obchodu v převážné míře pomocí přirozených výsledků vyhledávání a online reklamy, která v posledních letech hraje stále větší roli a v roce 2018 se důležitostí již téměř vyrovnala přirozeným výsledkům vyhledávání, závislejícím na obsahové a technické kvalitě webových stránek. Online reklama závisí především na vyhrazeném rozpočtu, požadované návratnosti, dále pak na kvalitě inzerovaných stránek a sofistikované administraci kampaní. Dle tabulky 4-9, zobrazující podíl zobrazení reklamy u relevantních dotazů a průměrné pozice

v největším reklamním online systému Google Adwords, je patrné, že podnik si v oblasti online reklamy vede spíše podprůměrně.

**Tabulka 4-9**

Porovnání úspěšnosti reklamních kampaní na Google Adwords za březen 2019		
Web	Podíl zobrazení	Prům. pozice
Martinus.cz	17,29%	1,9
Knizniklub.cz	< 10 %	1,9
Knihydobrovsky.cz	30,61%	2,0
Megaknihy.cz	23,37%	2,3
Alza.cz	25,02%	2,3
Dumknihy.cz	< 10 %	2,3
Dobre-knihy.cz	< 10 %	2,3
<b>Knihy.abz.cz</b>	<b>&lt; 10 %</b>	<b>2,7</b>
Kosmas.cz	< 10 %	2,7
Booktook.cz	< 10 %	2,9
Nejlevnejsi-knihy.cz	11,75%	3,0

Vlastní zpracování na základě údajů z firemního účtu Google Adwords

### Šířka nabídky

Šíře nabídky je jednou z konkurenčních výhod podniku. Spolupracuje se všemi velkými distributory, zpracovává nabídku řady malých nakladatelství se samo-distribucí a navíc kooperuje se zahraničními distribucemi, čímž disponuje jednou z nejširších nabídek na trhu. Vzhledem ke strategickým cílům společnosti předpokládáme další rozšiřování nabídky.

### Řízení

Vzhledem k velikosti podniku je organizační struktura jednoduchá, liniová a relativně plochá, umožňující dobrou komunikaci. Zároveň nedošlo k oddělení vlastnických a řídicích rolí. Strategie a strategické cíle podniku nejsou dostatečně řešeny mezi řadovými zaměstnanci. Celkově je oblast řízení hodnocena jako průměrná.

### Lidský kapitál

Zaučený a angažovaný personál i management s téměř nulovou fluktuací představuje významnou hodnotu podniku.

### Inovační aktivity

Těžiště inovačních aktivit leží v souladu s charakterem podnikatelské činnosti v rozvoji informačního systému podniku, ale kapacity pro tuto činnost

jsou nedostatečné a závislé pouze na dvou zaměstnancích. Přesto společnost přichází pravidelně s verzemi obsahujícími nové nebo vylepšené funkce systému, které jsou využitelné jak zákazníci, tak obsluhou.

### Majetek

Společnost vlastní aktuálně kapacitně dostatečné nemovitosti. Technické i provozní vybavení je pravidelně obměňováno a není náročné na investice. Dlouhodobě nejnáročnější položkou bylo serverové řešení, vyžadující investice na obnovu i bezpečnost, před 5 lety ale firma přešla na cloudové řešení u většiny citlivých aplikací a tato zátěž pominula.

### Finanční situace

Finanční situace je i přes pokles zisku v posledních letech velmi dobrá. Firma nesplácí žádné úvěry a dlouhodobé zdroje výrazně převyšují dlouhodobý majetek.

#### 4.2.3.2 Prodej elektronických knih

Většina faktorů zpracovaných v předchozí kapitole se vztahuje i na prodej e-knih. Rozdíl spočívá v logistice, v cenové úrovni a v šíři nabídky.

### Logistika

Logistika nehraje u elektronického zboží tak významnou roli a spočívá hlavně na kvalitě propojení s informačními systémy dodavatelů, které jsou v případě podniku ABZ knihy spolehlivé a efektivní.

### Cenová úroveň

Cenová úroveň je u e-knih vesměs pevně fixována a mezi konkurencí proto nejsou významné rozdíly. Tam, kde je cenová politika uvolněná, nabízí podnik obvykle výhodnější podmínky než konkurence. Zároveň podnik nabízí bonusový systém odměn stálým zákazníkům, což může být u fixně stanovených cen vnímáno jako výhoda.

## Šíře nabídky

Na rozdíl od tištěných knih, kde má podnik konkurenční výhodu, není nabídka e-knih úplná, protože s jedním z větších distributorů se firma zatím nedohodla na spolupráci.

### 4.2.3.3 Syntéza

Celková konkurenční síla podniku získaná syntézou dílčích výsledků dle jednotlivých faktorů je znázorněna v tabulce 4-10.

**Tabulka 4-10**

Tabulka 1-10

Vnitřní potenciál podniku ABZ knihy, a.s.							
Faktor	Váha	Bodové hodnocení (0-negativní; 4-pozitivní)					Celkem
		0	1	2	3	4	
Tištěné knihy							
Logistika	3		X				3
Technická úroveň	3				X		9
Cenová úroveň	2			X			4
Online reklama	3	X					0
Šíře nabídky	3					X	12
Řízení	2		X				2
Lidský kapitál	2				X		6
Inovační aktivity	2		X				2
Majetek	1			X			2
Finanční situace	2				X		6
Celkem trh tištěných knih	23	Maximum dosažitelných bodů: 92					46
Elektronické knihy							
Logistika	1				X		3
Technická úroveň	3				X		9
Cenová úroveň	1				X		3
Online reklama	3	X					0
Šíře nabídky	3				X		9
Řízení	2		X				2
Lidský kapitál	2				X		6
Inovační aktivity	2		X				2
Majetek	1			X			2
Finanční situace	2				X		6
Celkem trh e-knih	20	Maximum dosažitelných bodů: 80					42

Vlastní zpracování

Výsledné hodnocení odpovídá přibližně průměrné konkurenční síle podniku, konkrétně u tištěných knih na úrovni 50 % a u e-knih 52 %.

Z analýzy vyplývají hlavní silné a slabé stránky u obou činností, které jsou patrné z tabulky 4-11.

Tabulka 4-11

Silné a slabé stránky podniku ABZ knihy, a.s. v porovnání s konkurencí		
Činnost	Silné stránky	Slabé stránky
<b>Tištěné knihy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• široká nabídka</li> <li>• stabilní výkonný personál</li> <li>• vlastní vývoj systému</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• nízká úspěšnost online reklamy</li> <li>• nízká úroveň skladových zásob</li> <li>• inovační aktivity</li> </ul>
<b>Elektronické knihy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• vlastní vývoj systému</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• širší nabídky</li> <li>• nízká úspěšnost online reklamy</li> </ul>

Vlastní zpracování

#### 4.2.4 Prognóza tržních podílů

Vývoj podílů podniku i situace na trzích tištěných knih a elektronických knih vykazuje zásadní rozdíly. Prognóza bude proto vytvořena pro oba trhy samostatně.

##### Trh tištěných knih

Zjevný trend poklesu tržního podílu patrný z grafu 4-2 byl částečně argumentován v předcházejících kapitolách a lze předpokládat, že hlavní částí připadá na zvyšující se konkurenční tlak a na nízkou míru inovačních aktivit. Růst konkurenčního tlaku je v současnosti omezován kroky nakladatelů, usměrňujících cenovou politiku knihkupectví. Inovační potenciál společnosti vzhledem k její velikosti a klesajícímu trendu tržeb je nižší než u konkurentů a umožňuje společnosti v současnosti pouze dohánět technickou a logistickou úroveň, což ale neznamená, že neexistují aspekty e-komerce, ve kterých by podnik nevynikal, případně mohl vyniknout v budoucnosti.

Vzhledem k těmto skutečnostem je očekáván další, ale pravděpodobně méně výrazný pokles tržeb tištěných knih. Nejvýraznější oslabení přišlo v roce 2016 a 2017 s nástupem nových internetových obchodů, konkurujících především cenovou politikou, která je nyní usměrňována nakladateli. Pro model poklesu byla proto zvolena symetrická S-křivka omezená shora i zdola definovaným maximem a minimem. Maximum bylo určeno podle relativně stabilního tržního podílu v letech 2011-2015 (0,83 %) a minimum bylo stanoveno na hodnotu 0,5 %, což je podle strategické analýzy úroveň, na kterou tržní podíl v budoucnu postupně klesne. Definice aproximační křivky je patrná ze vzorce (4-1).



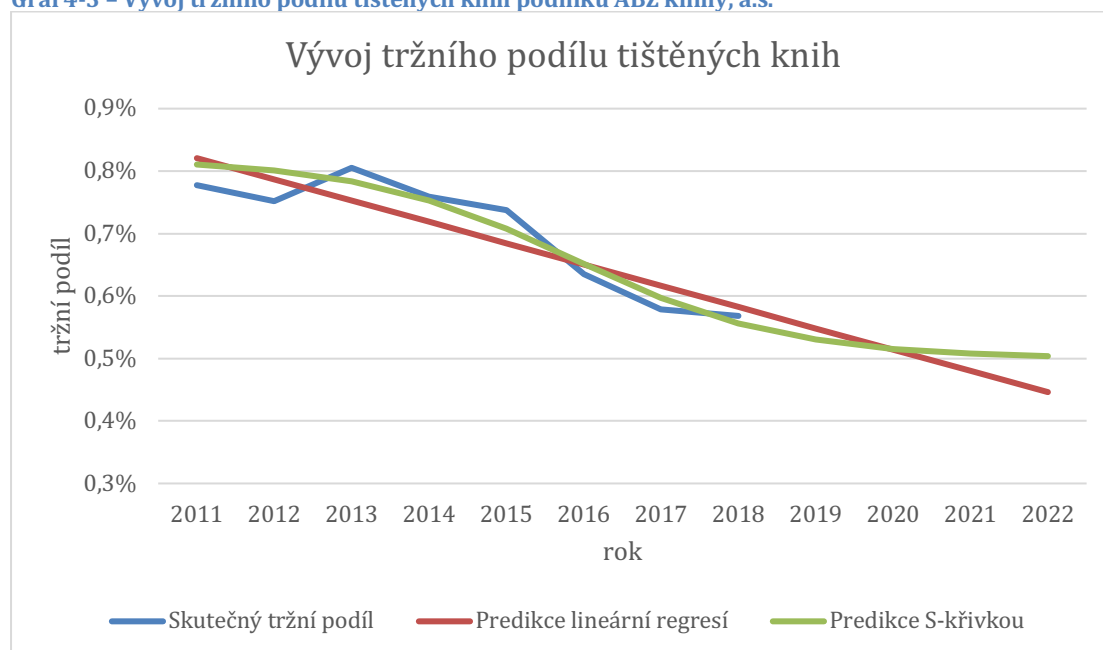
$$y = L + \frac{U-L}{1+e^{a+bx}} \quad (4-2)$$

$$\ln\left(\frac{U-y}{y-L}\right) = a + bx \quad (4-1)$$

$U$  maximum S-křivky  
 $L$  minimum S-křivky  
 $a, b$  hledané koeficienty  
 $x$  rok  
 $y$  tržní podíl

Rovnice byla linearizována převedením na tvar (4-2), umožňující použití metody nejmenších čtverců, čímž bylo určeno přibližné řešení. Následně pomocí gradientní iterační metody bylo nalezeno přesné optimum. Výsledek řešení, doplněný o referenční lineární aproximaci, plnící roli pesimistické varianty, je uveden v grafu 4-3 a v tabulce 4-12. Oba predikční modely využívají regresor času.

Graf 4-3 – Vývoj tržního podílu tištěných knih podniku ABZ knihy, a.s.



Vlastní zpracování

Tabulka 4-12

Prognóza tržního podílu tištěných knih podniku ABZ knihy, a.s.			
Rok	Skutečnost	Lineární predikce	Predikce S-křivkou
2011	0,78%	0,82%	0,81%
2012	0,75%	0,79%	0,80%
2013	0,81%	0,75%	0,78%

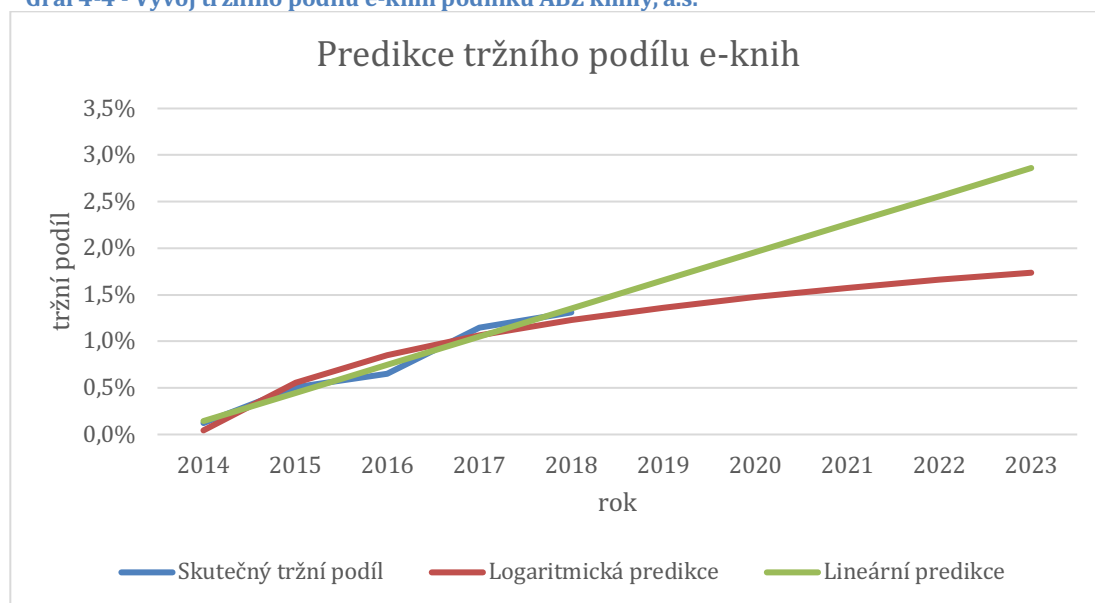
2014	0,76%	0,72%	0,75%
2015	0,74%	0,68%	0,71%
2016	0,63%	0,65%	0,65%
2017	0,58%	0,62%	0,60%
2018	0,57%	0,58%	0,56%
2019	Predikce:	0,55%	0,53%
2020	Predikce:	0,51%	0,52%
2021	Predikce:	0,48%	0,51%
2022	Predikce:	0,45%	0,50%
Index determinace		80,00%	90,61%

Vlastní zpracování

#### Trh elektronických knih

Jak je patrné z grafu 4-2, podnik po vstupu na trh e-knih v roce 2014 získává každoročně stále vyšší podíl. Vzhledem k pokračujícímu rozšiřování nabídky, zkvalitňování služeb a rozšiřování marketingových aktivit v této oblasti lze očekávat růst i v budoucnosti, ale kvůli charakteru této statistiky, která je shora omezená, bude mít vývoj pravděpodobného růstu tvar logaritmické křivky. Omezené množství dostupných údajů nedovoluje provést statisticky významné analýzy. Odhad vývoje tržního podílu bude proto proveden logaritmickou aproximací známých hodnot, což v sobě vzhledem ke tvaru logaritmické křivky zahrnuje i princip opatrnosti a snižuje riziko nadhodnocení výsledků. Prognóza je uvedena v grafu 4-4 a v tabulce 4-13.

Graf 4-4 - Vývoj tržního podílu e-knih podniku ABZ knihy, a.s.



Vlastní zpracování

Tabulka 4-13

Prognóza tržního podílu e-knih podniku ABZ knihy, a.s.			
Rok	Skutečný tržní podíl	Lineární predikce	Logaritmická predikce
2014	0,12%	0,14%	0,04%
2015	0,51%	0,45%	0,55%
2016	0,65%	0,75%	0,85%
2017	1,15%	1,05%	1,06%
2018	1,31%	1,35%	1,23%
2019	Predikce:	1,65%	<b>1,36%</b>
2020	Predikce:	1,96%	<b>1,47%</b>
2021	Predikce:	2,26%	<b>1,57%</b>
2022	Predikce:	2,56%	<b>1,66%</b>
Index determinace		97,34%	93,29%

Vlastní zpracování

Z indexu determinace plyne lepší vysvětlení dosavadního vývoje lineárním proložením, ale vzhledem k výše zmíněnému charakteru proměnné (tržní podíl

nemůže růst do nekonečna) a k riziku nadhodnocení predikce byla pro další výpočty zvolena logaritmická aproximace.

#### Vývoj příjmů z reklamy

Třetí hlavní generátor tržeb společnosti jsou příjmy z online reklamy. Podnik průběžně pracuje na různých webových projektech, které představují – kromě plnění svého primárního účelu služby veřejnosti – podporu internetového knihkupectví. Mezi tyto projekty patří například ABZ slovník cizích slov, ABZ slovník synonym nebo EloST (hodnocení výkonosti stolních tenistů), který integrovala Česká asociace stolního tenisu a stanovila projekt jako oficiální žebříček ČR. Všechny tyto projekty mají své pevné místo na českém internetu a dosahují stabilně rostoucí návštěvnosti.

Doplňkově jsou na těchto stránkách a zároveň i na webu knihkupectví vyhrazena místa pro online reklamu. Podnik představuje nové projekty pravidelně a předpokládá podobný vývoj i v budoucnosti.

Příjmy z reklamy nijak nesouvisí s analyzovaným relevantním trhem a vzhledem k doplňkovému charakteru tržeb stanovíme prognózu pouze na základě předpokladu trvání této aktivity a údajů z minulého vývoje. Z tabulky 4-14 je patrný rychlý růst, který dosahuje průměru 22,38 % procent ročně, ale vzhledem k nejistotě ohledně budoucích projektů byl zvolen konzervativní odhad růstu příjmů ve výši 10 % ročně.

**Tabulka 4-14**

Prognóza vývoje tržeb z online reklamy (v tis. Kč)		
Rok	Tržby z reklamy	Tempo růstu
2012	181	
2013	177	-2,21%
2014	223	25,99%
2015	267	19,73%
2016	319	19,48%
2017	476	49,22%
2018	581	22,06%
2019	<b>639</b>	10%
2020	<b>703</b>	
2021	<b>773</b>	
2022	<b>851</b>	

Vlastní zpracování

### 4.3 Finanční analýza

Analýza finančního zdraví podniku, založená na poskytnutých účetních výkazech, spočívá ve vertikální a horizontální analýze uvedené v příloze č. 3, a syntéze poměrových ukazatelů v bankrotním modelu IN05.

Index důvěryhodnosti IN05 byl stanoven pomocí vzorce (2-3) pro roky 2012 až 2018 a je patrný společně s běžnými poměrovými ukazateli z tabulky 4-15.

Tabulka 4-15

Poměrové ukazatele a Index důvěryhodnosti podniku ABZ knihy, a.s.							
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita [OA/KCK]	2,22	2,52	2,90	3,54	3,51	2,51	3,04
Pohotová likvidita [(OB-ZÁS)/KCK]	1,14	1,57	1,59	1,69	1,36	0,77	1,19
Okamžitá likvidita [PP/KCK]	0,23	0,56	0,47	0,43	0,39	0,22	0,53
Podíl vlastního kapitálu na celkovém [VK/A]	64,6%	69,6%	74,0%	78,7%	78,4%	69,9%	74,7%
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT [EBIT/A]	-1,6%	32,4%	20,8%	31,8%	2,6%	-3,4%	10,1%
Rentabilita vlastního kapitálu po dani [VH/VK]	-2,6%	37,2%	22,2%	32,4%	0,7%	-4,9%	10,6%
Rentabilita tržeb po dani [VH/T]	-0,3%	5,8%	3,7%	5,3%	0,1%	-0,7%	1,7%
Doba obratu zásob [365×ZÁS/THZ] (dny)	24,13	23,63	27,68	30,16	38,27	43,02	39,91
Doba obratu pohledávek [365×POH/T] (dny)	17,26	21,30	18,40	19,11	16,89	13,06	13,46
Doba obratu závazků [365×ZÁV/T] (dny)	22,42	24,80	21,10	16,05	17,39	23,70	20,40
<b>IN05</b>	<b>1,57</b>	<b>3,24</b>	<b>2,89</b>	<b>3,57</b>	<b>2,33</b>	<b>1,50</b>	<b>2,50</b>

Vlastní zpracování

Hodnota indexu pro rok 2012 byla významně negativně ovlivněna vyplácením mimořádných podílů na zisku formou mzdy místo dividend, jak to bylo obvyklé v dalších letech, dále se proto rokem 2012 nebudeme zabývat.

Index byl ve většině období včetně posledního roku s velkou rezervou v pásmu podniků tvořících hodnotu. Výjimku tvoří rok 2017, kdy podnik vykázal ztrátu, přesto i v tomto roce je indikátor jen těsně pod hranicí mezi pásmy tvorby hodnoty a šedé zóny.

Z poměrových ukazatelů lze vyvodit, že všechny druhy likvidity se pohybují nad obecně doporučovanými hodnotami, majetek je z velké většiny financován vlastním kapitálem, rentabilita podobně jako ukazatel IN05 kolísá a doba obratu zásob se postupně zvyšuje.

Celkové hodnocení finančního zdraví, vycházející z analýzy výkazů a syntézy ukazatelů, je s mírným zakolísáním v roce 2017 velmi dobré. Nižší hodnota indexu v roce 2017 je způsobená především nízkou rentabilitou, odvozenou od poklesu tržeb, které nebyly doprovázeny poklesem nákladů. Další mírný pokles tržního podílu, prognózovaný v kapitole 4.2.4, může způsobit i v budoucnu znovu kolísání indexu okolo hranice mezi pásmy tvorby hodnoty a šedé zóny, což ale prozatím neindikuje vážnější ohrožení.

#### **4.4 Rozdělení aktiv dle provozní nutnosti**

Rozdělení aktiv vychází z rozvahy a z posouzení přiměřenosti a struktury dlouhodobého i oběžného majetku vzhledem k hlavnímu podnikatelskému zaměření.

Z kompletních aktiv, uvedených v příloze č. 2, se nepodílí na provozní činnosti podniku majetek ve formě krátkodobých cenných papírů a dlouhodobých finančních investic, tyto položky byly označeny jako provozně nepotřebné v plné výši. Dále byla provedena analýza peněžních prostředků a zásob zboží, pomocí které byla určena provozně nutná výše těchto položek.

##### **4.4.1 Provozně nutné peněžní prostředky**

Ukazatel likvidity byl vyčíslen jako poměr peněžních prostředků ke krátkodobým neúročeným závazkům, přičemž dle provozních potřeb podniku odhadujeme potřebnou výši prostředků na úrovni 20 % tohoto poměrového ukazatele. Vývoj a odvozenou výši provozně nutných peněžních prostředků uvádíme v tabulce 4-16.

**Tabulka 4-16**

Provozně nutná výše peněžních prostředků (v tis. Kč)							
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Peněžní prostř. / krátkodobé závazky	23%	56%	47%	43%	39%	22%	37%
Provozně nutná likvidita	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Peněžní prostředky provozně nutné	636	752	606	481	471	602	532

Vlastní zpracování

#### 4.4.2 Provozně nutné zásoby

Provozně nutná úroveň zásob byla odvozena analýzou skladových pohybů a jednotlivých obchodních transakcí. Na konci každého období byly všechny jednotlivé aktuální skladové položky zásob podrobeny testu prodejnosti. Pokud bylo v rozhodné době skladem více kusů, než bylo prodáno za posuzované období, bylo označeno nadměrné množství jako provozně nepotřebné. Výsledek analýzy je patrný z tabulky 4-17.

**Tabulka 4-17**

Provozně nutná úroveň zásob zboží (v tis. Kč)							
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby zboží celkem	3355	3550	3907	4446	5026	5157	4836
Provozně nutné zásoby zboží	3052	2986	3316	3086	3631	3126	2935

Vlastní zpracování

#### 4.4.3 Provozně nutný investovaný kapitál

Na základě výše provedeného rozčlenění majetku lze stanovit provozně nutný investovaný kapitál uvedený v tabulce 4-18.

**Tabulka 4-18**

Investovaný kapitál provozně nutný (v tis. Kč)							
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek hmotný nemovitý	2841	2739	2636	2535	2434	2331	2229
Dlouhodobý majetek hmotný movitý	61	36	153	150	134	72	109
Dlouhodobý majetek nehmotný	9	0	0	0	0	0	
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>2911</b>	<b>2775</b>	<b>2789</b>	<b>2685</b>	<b>2568</b>	<b>2403</b>	<b>2338</b>

Peněžní prostředky provozně nutné	636	752	606	481	471	602	532
Pohledávky	2449	3228	2643	2867	2289	1658	1754
Zásoby zboží provozně nutné	3052	2986	3316	3086	3631	3126	2935
Zásoby materiálu	57	20	42	11	45	61	81
Časové rozlišení aktiv	53	74	36	53	23	17	15
Krátkodobé neúročené závazky (-)	3181	3758	3030	2407	2357	3010	2659
Časové rozlišení pasiv (-)	22	0	0	0	0	0	0
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>3044</b>	<b>3302</b>	<b>3613</b>	<b>4091</b>	<b>4102</b>	<b>2454</b>	<b>2658</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>5955</b>	<b>6077</b>	<b>6402</b>	<b>6776</b>	<b>6670</b>	<b>4857</b>	<b>4996</b>

Vlastní zpracování

#### 4.4.4 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

V rámci ocenění figurují ve výpočtech pouze výnosy z provozně nutného investovaného kapitálu, přičemž ostatní majetek je oceňován jinými než výnosovými metodami. Po vymezení výnosů souvisejících s provozně nutnými aktivy získáme korigovaný provozní výsledek hospodaření. Vyčlenění se týká zejména výnosů a nákladů z finančního majetku a nákladů mimořádných. KPVH je patrný z tabulky 4-19.

Tabulka 4-19

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč)							
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní výsledek hospodaření	-43	3970	2448	3844	559	-28	1397
Vyloučení mimořádných výnosů	-102	-72	-235	-106	-98	-114	-109
Vyloučení mimořádných nákladů	341	221	242	153	549	177	152
Vyloučení mimořádného odpisu pohledávek	0	0	0	0	320	0	0
<b>Korigovaný provozní VH před daní</b>	<b>196</b>	<b>4119</b>	<b>2455</b>	<b>3891</b>	<b>1330</b>	<b>35</b>	<b>1440</b>

Vlastní zpracování

## 4.5 Prognóza tržeb

Prognóza trhu i tržního podílu podniku byla stanovena v předcházejících kapitolách. Shrnutím těchto dílčích predikcí získáme prognózu vývoje tržeb pro roky 2019 až 2022. Drobný nesoulad, způsobený dostupnými tržními



daty, spočívá ve výsledcích prognózy tržeb, vztahující se ke kalendářnímu roku oproti ostatním údajům, které vždy shrnují hospodářský rok podniku duben až březen. Díky cyklickému vývoji tržeb, které mají své těžiště v období září až prosince, nebude tento nesoulad hrát významnou roli a pro další výpočty jej můžeme zanedbat. Výsledná prognóza tržeb je uvedena v tabulce 4-20.

**Tabulka 4-20**

Prognóza tržeb podniku ABZ knihy, a.s. (v mil. Kč)											
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Trh tištěných knih	7170	7140	7120	7400	7680	7860	8148	8422	8707	8948	9200
Trh e-knih	27	62	80	104	117	136	150	164	178	190	202
Tržní podíl tištěných knih	0,75%	0,81%	0,76%	0,74%	0,63%	0,58%	0,57%	0,53%	0,52%	0,51%	0,50%
Tržní podíl e-knih			0,12%	0,51%	0,65%	1,15%	1,31%	1,36%	1,47%	1,57%	1,66%
Tržby tištěných knih	53,883	57,494	54,062	54,547	48,756	45,506	46,292	<b>44,640</b>	<b>44,875</b>	<b>45,425</b>	<b>46,349</b>
Tržby e-knih	0,000	0,000	0,098	0,524	0,762	1,562	1,966	<b>2,235</b>	<b>2,618</b>	<b>2,993</b>	<b>3,360</b>
Tržby z reklamy	0,181	0,177	0,223	0,267	0,319	0,476	0,581	<b>0,639</b>	<b>0,703</b>	<b>0,773</b>	<b>0,851</b>
Tržby celkem	54,064	57,671	54,383	55,338	49,837	47,544	48,839	47,513	48,197	49,191	50,559

Vlastní zpracování

## 4.6 Prognóza ziskové marže

Prognóza ziskové marže bude provedena na základě predikce vývoje tržeb z kapitoly 4.5 a analýzy vývoje nákladových položek a korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy.

Zisková marže vyčíslená pomocí analýzy nákladů vyžaduje detailní pohled na jednotlivé položky, vstupující do výpočtu KPVH, a posouzení závislosti vývoje nákladů na třech hlavních kategoriích tržeb podniku.

Náklady na prodané zboží byly rozděleny podle druhu produktů na náklady z prodaných e-knih a z prodaného hmotného zboží.

Poměr nákladů na prodané hmotné zboží k tržbám z hmotného zboží vykazuje v souladu s analýzou konkurenčního prostředí mírný růst, který se postupně zastavil z důvodu zmíněných opatření nakladatelů. Předpokládáme proto do budoucna stagnaci tohoto ukazatele na úrovni 74 %.

Stejný ukazatel u e-knih se v čase neměnil, ale v posledním roce došlo ke skokovému poklesu z důvodu nových smluvních podmínek s hlavním distributorem, který nastavil pevné ceny e-knih. Předpoklad je proto udržení ukazatele na hodnotě z roku 2018 i do budoucna.

Prognóza nákladů na prodané zboží je uvedena v tabulce 4-21.

**Tabulka 4-21**

Prognóza nákladů na prodané zboží (podíl na příslušných tržbách)											
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Náklady na prodané hmotné zboží	70,8%	71,9%	72,7%	72,7%	73,3%	74,5%	73,4%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%
Náklady na prodané e-knihy			85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	81,6%	81,6%	81,6%	81,6%	81,6%

Vlastní zpracování

Při analýze nákladů výkonové spotřeby (náklady na spotřebu energie a materiálů, náklady na služby) bylo provedeno rozčlenění na položky, které souvisí výhradně s prodejem hmotného zboží, a položky, u kterých nelze vyloučit, že souvisí i s prodejem e-knih. Náklady jsou následně prognózovány buď podle tržeb z celkového prodeje nebo pouze podle tržeb za hmotné produkty. Výjimku představují náklady na energie, jejichž relativně fixní charakter předjímá prognózování dle vývoje cen na trhu.

Náklady na služby byly rozděleny na dopravné, které souvisí pouze s prodejem hmotného zboží, a ostatní služby, ve kterých hrají dominantní roli výdaje na reklamu, cloudové služby, telekomunikační služby a účetní servis, což jsou všechno náklady rovnoměrně rozložitelné na prodej veškerého zboží. Podíl nákladů dopravného na tržbách hmotných produktů má poměrně konstantní úroveň a v tomto směru neočekáváme žádné razantní změny, prognóza byla proto stanovena dle náročnosti dopravného na tržbách v roce 2018. Ostatní služby zaznamenaly výrazné zvýšení náročnosti v roce 2016 zejména z důvodu rozšíření marketingových aktivit v online reklamě. Společnost v současnosti v tomto směru neplánuje navyšovat rozpočet, ale pracovat na zlepšování návratnosti investic. Predikce nákladů na ostatní služby je proto rovněž stanovena na hodnotu náročnosti na tržbách z roku 2018.

Náklady na spotřebu materiálu jsou v letech 2012-2018 přibližně konstantní, předpokladem je zachování úrovně z roku 2018. Spotřeba energie vykazuje v minulosti značné kolísání, způsobené jednak úspornými opatřeními a jednak rozšiřováním aktivity. V blízké budoucnosti další opatření ani aktivity plánovány nejsou, předpokládáme proto zachování spotřeby a při odhadovaném růstu cen predikujeme zvyšování nákladů na energie o 5 % ročně.

Pro potřeby této práce byly k výkonové spotřebě a potažmo provozním nákladům rovněž zařazeny bankovní poplatky a provize související s platbami za zboží. Tyto provize bankám a dalším společnostem zajišťujícím platby – jako je například systém PayPal – v letech 2013 až 2017 postupně v součtu rostly, protože společnost zařazovala z důvodu zkvalitnění služeb nové, provizně náročnější platební metody. Tyto druhy plateb na jednu stranu získávají stále větší popularitu, ale na druhou stranu zvyšující se objem dovoluje podniku dosáhnout na pásma výhodnějších podmínek. Do blízké budoucnosti proto predikujeme stabilizaci na hodnotě 0,65 % z tržeb za zboží.

Kompletní prognóza výkonové spotřeby je uvedena v tabulce 4-22.

**Tabulka 4-22**

Prognóza nákladů výkonové spotřeby (podíl na příslušných tržbách nebo v tis. Kč)											
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Spotřeba materiálu	1,66%	1,43%	1,55%	1,41%	1,34%	1,42%	1,43%	1,43%	1,43%	1,43%	1,43%
Spotřeba energií	140	126	115	119	115	144	142	149	157	164	173
Služby – dopravné	9,53%	8,93%	9,27%	8,34%	9,18%	9,64%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%
Služby – ostatní	2,69%	2,01%	2,54%	2,63%	4,19%	4,51%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%
Ba. poplatky za prod. zb.	0,21%	0,23%	0,38%	0,35%	0,56%	0,62%	0,63%	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%

Vlastní zpracování

Osobní náklady tvoří významnou položku, která zásadně ovlivňuje hodnotu celkového ocenění. Současná makroekonomická situace je obecně příznivě nakloněna k růstu mezd. Nízká nezaměstnanost, zvyšování produktivity práce a stále těsnější provázání ekonomiky se státy západní Evropy způsobují tlak na růst mezd, což se projevuje i v makroekonomické prognóze Ministerstva financí, jehož predikce vývoje nominální a jednotkové mzdy je uvedena v tabulce 4-23.

Při interním pohledu je patrné, že vývoj nákladů na mzdy jednak nominálně roste a jednak se zpožděním reaguje na hodnotu tržeb. Výjimku tvoří rok 2012, ovlivněný mimořádnými prémie pro zaměstnané vlastníky podniku, což nadhodnotilo osobní náklady dotčeného roku. Pokud by tyto prémie byly vyplaceny formou dividend jak tomu bylo v následujících letech, pak by rok 2012 nijak nevybočoval z trendu. Důležitým aspektem, ovlivňujícím úroveň osobních nákladů, je zvyšování produktivity práce v podniku, který klade důraz na inovace a postupné zavádění automatizace rutinních činností.

Na základě prognózy MF a dvou předpokladů interní analýzy (zvyšování produktivity práce minimálně na úrovni ekonomiky a předpokládaná stagnace tržeb hmotných produktů podniku) lze predikovat růst osobních nákladů podniku na úrovni vývoje jednotkové mzdy dle MF, což je údaj zohledňující nominální mzdu i produktivitu práce.

**Tabulka 4-23**

Prognóza vývoje osobních nákladů (v tis. Kč)											
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vývoj nominální mzdy dle MF								7,60%	6,00%	5,80%	5,40%
Růst produktivity práce dle MF								2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Vývoj jednotkové mzdy dle MF								5,10%	3,80%	3,40%	3,10%
Osobní náklady ABZ knihy, a.s.	7448	4409	4811	4214	4589	4670	4130	4341	4506	4659	4803

Vlastní zpracování na základě VZZ podniku a Makroekonomické prognózy MF [14]

Prognózy jednotlivých provozních nákladových položek umožňují vyčíslení výkonové marže hmotného zboží i e-knih, korigovaného provozního výsledku před odpisy a ziskové marže, což je uvedeno v tabulce 4-24.

**Tabulka 4-24**

Prognóza výkonové a ziskové marže (v tis. Kč)											
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby	51796	55317	52418	54746	49474	46348	47564	47513	48197	49191	50559
Náklady na zboží	36541	39658	37939	39665	36103	34353	34669	34858	35345	36057	37041
Výkonová spotřeba	7412	7075	7269	7000	7534	7390	7460	7437	7502	7618	7793
Výkonová marže celkem	15,1%	15,5%	13,8%	14,8%	11,8%	9,9%	11,4%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%
Výkonová marže hm. produkty	15,1%	15,5%	13,8%	14,7%	11,8%	9,6%	10,8%	10,3%	10,3%	10,2%	10,2%

Výkonová marže e-knihy	0,0%	0,0%	12,1%	12,0%	10,5%	10,1%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Osobní náklady	7448	4409	4811	4214	4589	4670	4130	4341	4506	4659	4803
Ostatní náklady	13	12	17	16	18	20	20	20	20	20	20
<b>KPVH před odpisy</b>	<b>382</b>	<b>4163</b>	<b>2382</b>	<b>3851</b>	<b>1230</b>	<b>-85</b>	<b>1285</b>	<b>858</b>	<b>824</b>	<b>837</b>	<b>902</b>
<b>Zisková marže</b>	<b>0,74%</b>	<b>7,53%</b>	<b>4,54%</b>	<b>7,03%</b>	<b>2,49%</b>	<b>-0,18%</b>	<b>2,70%</b>	<b>1,81%</b>	<b>1,71%</b>	<b>1,70%</b>	<b>1,78%</b>

Vlastní zpracování

## 4.7 Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu

Pracovní kapitál provozně nutný, definovaný v kapitole 4.4.3, významně ovlivňuje rentabilitu investovaného kapitálu i provozní peněžní toky a sestává především z peněžních prostředků provozně nutných, pohledávek, závazků a provozně nutných zásob zboží a materiálu. Závazky, pohledávky a zásoby budou podrobeny analýze na základě vývoje doby obratu. Peněžní prostředky nutné byly zpracovány v kapitole 4.4.1 a do budoucna předpokládáme nezměněnou úroveň provozně nutné likvidity 20 %. Ostatní části pracovního kapitálu jsou nevýznamné a předpokládáme jejich konstantní výši dle roku 2018.

**Tabulka 4-25**

Doby obratu položek upraveného pracovního kapitálu (dny)											
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doba obratu k tržbám hmotného zboží											
Zásoby provozně nutné	21,99	19,90	23,54	20,96	27,74	26,28	24,48	24,53	24,53	24,53	24,53
Pohledávky	17,32	21,37	18,53	19,40	17,28	13,67	14,24	14,20	14,20	14,20	14,20
Doba obratu k tržbám zboží celkem											
Doba obratu závazků	22,49	24,88	21,19	16,13	17,50	23,95	20,66	20,86	20,86	20,86	20,86

Vlastní zpracování

Z tabulky 4-25 je patrné, že doba obratu zásob provozně nutných osciluje kolem 25 dnů, ovlivněna jednak vývojem managementu zásob a jednak snahou o pohotovou nabídku zákazníkům. Lze předpokládat obdobné opatření nebo motivace a podobný průběh i do budoucna, prognóza byla proto stanovena pětiletým exponenciálním klouzavým průměrem vycházejícím na hodnotu 24,53 dnů.

Doba obratu pohledávek významně klesla mimořádným odepsáním nedobytné pohledávky v roce 2016. Zvýšený důraz na správu pohledávek podniku dává důvod k očekávání udržení doby obratu pohledávek na hodnotě 24,2 dnů.

Doba obratu závazků závisí především na dohodnutých splatnostech faktur u největších dodavatelů. Vzhledem k zvyšujícím se podílům nových dodavatelů doba obratu závazků kolísá, protože nejdříve nabývají na důležitosti dodavatelé s horšími podmínkami a následně výška obrátů dává podniku prostor k vyjednání nových smluv s delšími splatnostmi. Tento vývoj lze předpokládat i do budoucna – predikce byla proto stanovena také pomocí pětiletého exponenciálního klouzavého průměru.

Výše provedené prognózy vývoje bilančních položek a celkový výsledek vývoje provozně nutného pracovního kapitálu je uvedený v tabulce 4-26.

**Tabulka 4-26**

Predikce upraveného provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)											
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby zboží a materiálu provozně nutné	3109	3006	3358	3097	3676	3187	3016	3000	3016	3053	3115
Pohledávky	2449	3228	2643	2867	2289	1658	1754	1737	1746	1767	1803
Peněžní prostředky prov. nutné	636	752	606	481	471	602	532	536	543	553	568
Časové rozlišení aktivní	53	74	36	53	23	17	15	15	15	15	15
Krátkodobé závazky neúročené (-)	3181	3758	3030	2407	2357	3010	2659	2678	2714	2766	2840
Časové rozlišení pasivní (-)	22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	3044	3302	3613	4091	4102	2454	2658	2609	2606	2622	2661
Změna nutného prac. kapitálu		257	311	478	11	-1648	204	-48	-3	16	39

Vlastní zpracování

## 4.8 Provozní investice

Charakter podniku nevyžaduje v současnosti ani v blízké budoucnosti významné investice. Největší vnímanou hodnotou podniku jsou nehmotná aktiva (IS podniku, webové stránky knihkupectví a dalších projektů) účetně odepsaná a reálně zhodnocována zaměstnanci, takže tato forma investic je již započtena v rámci osobních nákladů.

Dlouhodobý hmotný majetek sestává z pravidelně obnovovaného movitého majetku odepisovaného 5 let a kapacitně dostatečného nemovitého majetku odepisovaného 30 let.

Vzhledem k této situaci bude provedena prognóza stanovením brutto investic do movitého majetku pomocí průměru za posledních 6 let a vyčíslením odpisů. Nemovitý majetek se bude dále odepisovat stejným tempem jako v minulosti. Kompletní plán investic je patrný z tabulky 4-27.

**Tabulka 4-27**

Prognóza investic (v tis. Kč)											
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Dlouhodobý majetek nemovitý</b>	2841	2739	2636	2535	2434	2331	2229	2127	2025	1923	1821
Odpisy	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102
Investice netto		-102	-102	-102	-102	-102	-102	-102	-102	-102	-102
Investice brutto		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobý majetek movitý</b>	61	36	153	150	134	72	109	105	117	125	133
Odpisy	174	63	24	47	73	62	47	65	49	53	53
Investice netto		-25	117	-3	-16	-62	37	-4	12	8	8
Investice brutto		38	141	44	57	0	84	61	61	61	61
<b>Dlouhodobý majetek nehmotný</b>	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisy	17	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice netto		-9	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice brutto		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobý majetek celkem</b>	2911	2775	2789	2685	2568	2403	2338	2232	2142	2048	1954
Odpisy celkem	293	174	126	149	175	164	149	167	151	155	155
Investice brutto celkem	0	38	141	44	57	0	84	61	61	61	61
Investice netto celkem	0	-136	15	-105	-118	-164	-65	-106	-90	-94	-94

Vlastní zpracování

## 4.9 Finanční plán

V předcházejících kapitolách byly predikovány všechny potřebné veličiny pro stanovení plánového výkazu zisků a ztrát, plánového CF i plánové rozvahy.

Pro další postup ocenění výnosovou metodou DCF je nejdůležitější plánový výkaz peněžních toků a jeho sekce peněžní tok z provozního majetku. Samostatné

vyčíslení této sekce podmiňuje zařazení poměrné části daně z příjmů, přičemž zbytek daně figuruje v sekci peněžní toky z neprovozního majetku. Další zásadní provedenou úpravou CF z provozního majetku je práce s upraveným pracovním kapitálem a zařazení změny provozně nutných peněžních prostředků a provozně nutných změn zásob. Těmito úpravami získáme přímo hodnoty čistých peněžních toků z aktiv pro vlastníky a věřitele (FCFF), čímž získáme základní vstupní data pro ocenění metodou diskontovaných finančních toků pro podnik jako celek – DCF entity.

Kompletní finanční plán je uvedený v příloze č. 4 a zmíněná sekce peněžní tok z provozního majetku v tabulce 4-28.

**Tabulka 4-28**

Plánové peněžní toky z provozního majetku (v tis. Kč)					
Rok	2018	2019	2020	2021	2022
KPVH před daní	1136	691	673	683	747
Daň	-216	-131	-128	-130	-142
<b>KPVH po dani</b>	<b>920</b>	<b>560</b>	<b>545</b>	<b>553</b>	<b>605</b>
<b>Odpisy provozně nutného majetku</b>	<b>149</b>	<b>167</b>	<b>151</b>	<b>155</b>	<b>155</b>
<b>Úpravy provozně nutných oběžných aktiv</b>	<b>-206</b>	<b>48</b>	<b>3</b>	<b>-16</b>	<b>-39</b>
Změna stavu pohledávek	-96	17	-9	-21	-36
Změna stavu zásob (provozně nutných)	171	16	-16	-37	-62
Změna stavu krátkodobých závazků	-351	19	35	53	74
Změna stavu peněžních prostředků (provozně nutných)	70	-4	-7	-11	-15
<b>Nabytí DM</b>	<b>-84</b>	<b>-61</b>	<b>-61</b>	<b>-61</b>	<b>-61</b>
<b>FCFF</b>	<b>779</b>	<b>715</b>	<b>638</b>	<b>630</b>	<b>660</b>

Vlastní zpracování



## 5 Stanovení hodnoty podniku ABZ knihy, a.s.

Ocenění podniku bude provedeno výnosovou metodou DCF entity. Vzhledem k nulovému zadlužení podniku nemá význam řešit další varianty metody diskontovaných peněžních toků, protože metody DCF entity a DCF equity jsou bez zahrnutí cizího úročeného kapitálu totožné: toky FCFF a FCFE i kalkulované úrokové míry jsou si rovny. Společně s doplňkovým oceněním metodami analýzy majetku získáme dostatek informací k určení požadované objektivizované hodnoty podniku ABZ knihy, a.s.

### 5.1 Ocenění metodou DCF entity (equity)

Nejvýznamnější část ocenění spočívá ve vyčíslení hodnoty metodou DCF entity dvoufázovou nebo třífázovou formou. Zásadní vstupní data metody byla připravena již při sestavování plánového výkazu peněžních toků, uvedených v kapitole 4.9. První fáze sestává z let 2019-2022 a pro určení její hodnoty zbývá stanovení diskontní sazby, která bude navíc využita po stanovení růstu od roku 2023 k vyčíslení hodnoty pokračující fáze. Společně s oceněním neprovozních aktiv analýzou majetku získáme finální současnou hodnotu podniku metodou DCF.

#### 5.1.1 Diskontní sazba

Stanovení nominální diskontní sazby podniku proběhne na základě metodiky z kapitoly 2.9.1.2.

Peněžní toky jsou zpracovány v běžných cenách, diskontní sazba proto nemusí být korigována o inflaci.

Diskontní sazba odpovídá firemním nákladům kapitálu a vzhledem k aktuální nulové výši zpoplatněného cizího kapitálu plyne ze vzorce (2-9) rovnost firemních nákladů kapitálu a nákladů vlastního kapitálu.

### 5.1.2 Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu určíme podle vzorce (2-10).

Kvůli malé velikosti podniku a jeho pozici na trhu ve velmi konkurenčním prostředí, kde dodavatelé mají často výhradní smlouvy s nakladateli, což omezuje vyjednávací prostor jak ve vztahu firma-zákazníci, tak ve vztahu firma-dodavatelé, byl pro účely této práce stanoven koeficient  $\beta$  na velikost jeho horní meze 1,5. Ostatní parametry vycházejí z průměrné roční výnosnosti tržního portfolia akcií a výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů, jejichž hodnoty pro období 18-ti měsíců a čtyř let k 28.2.2019 byly zjištěny již v teoretické části.

$$\beta = 1,5; r_{m-18m} = 7,22 \% ; r_{0-18m} = 1,89 \% ; r_{m-4r} = 6,52 \% ; r_{0-4r} = 0,94 \%$$

Aplikací vztahu (2-10) jsou určeny náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení:

$$n_{v-4r}(0) = 9,31 \%$$

$$n_{v-18m}(0) = 9,89 \%$$

Kulminující konjunktura ekonomiky se projevuje vyšší hodnotou sazby při jejím určení pomocí hodnot z kratšího minulého období. Přestože zatím nepřicházejí zásadní signály o konci konjunktury, ve výhledu Ministerstva financí se objevuje mírné zpomalení růstu. Náklady vlastního kapitálu proto určíme ze střední hodnoty obou koeficientů. Výsledná hodnota firemních nákladů při nulovém zadlužení vychází:

$$n_v(0) = 9,6 \%$$

### 5.1.3 Hodnota první fáze

Hodnotu první fáze získáme pomocí diskontování volných peněžních toků z provozního majetku. Diskontní faktor odvozený z diskontní sazby postupně ve zvyšující míře snižuje současnou hodnotu volných peněžních toků pro majitele a věřitele, přičemž jejich kumulovaná hodnota v roce 2022 uvedená tučně v tabulce 5-1 určuje výsledné ocenění první fáze.

**Tabulka 5-1**

Diskontování peněžních toků z provozně nutných aktiv (v tis. Kč)				
Rok	2019	2020	2021	2022
FCFF	715	638	630	660
Kumulované FCFF	715	1353	1983	2644
Diskontní faktor	0,9124	0,8325	0,7596	0,6931
Diskontované FCFF	652	532	479	458
Kumulované diskontované FCFF	652	1184	1662	<b>2120</b>

Vlastní zpracování

První fáze byla vyčíslena na hodnotu **2 120 tisíc Kč**.

#### 5.1.4 Pokračující hodnota

Pokračující hodnotu lze zjistit dvoufázovou nebo třífázovou metodou v závislosti na míře stabilizace po první fázi. Analýzou vývoje hlavních determinantů FCFF (KPVH a provozně nutný investovaný kapitál) bude určeno, zda je zařazení stabilizační fáze vhodné.

**Tabulka 5-2**

Vývoj KPVH a provozně nutného kapitálu během 1. fáze (v tis. Kč)				
Rok	2019	2020	2021	2022
KPVH	560	545	553	605
KPVH změna	-39,1%	-2,7%	1,5%	9,4%
Provozně nutný investovaný kapitál	4841	4748	4670	4615
Provozně nutný investovaný kapitál změna	-3,1%	-1,9%	-1,6%	-1,2%
Rentabilita p.n. investovaného kapitálu	11,6%	11,5%	11,8%	13,1%
FCFF	715	638	630	660
FCFF změna	-7,3%	-10,7%	-1,3%	4,7%

Vlastní zpracování

Při pohledu na prognózu vývoje KPVH během první fáze v tabulce 5-2 je zřejmé, že po prvotním poklesu v letech 2019-2020 se hospodaření stabilizovalo a v posledním roce predikce rostl výsledek tempem 9,4 %. Pokud bychom předpokládali stabilní růst HDP a vyšli ze stanovených interpolací tržeb

a nákladů, stoupal by provozní zisk v dalších letech zrychlujícím tempem. Vzhledem ke složení tržeb podniku a vývoji tržního podílu, kde hlavní činnost (prodej tištěných knih) zaznamenává klesající trend a růst se opírá hlavně o vyvíjející se trh e-knih, by vysoké růstové hodnoty znamenaly značné riziko nadhodnocení podniku, což vzhledem ke kategorii odhadu není vhodné. Naproti tomu odhad ve výši 4 % na úrovni růstu HDP se vzhledem ke stanoveným prognózám, stabilitě trhu tištěných knih a stabilitě příjmů z online reklamy jeví reálně.

Pokračující fáze není časově ohraničena a prognózované záporné netto investice nemohou trvat věčně. Podnik v první fázi spotřebovával nahromaděný majetek, ale pro pokračující fázi musíme předpokládat dostatečné investice pro udržení růstu. Z dlouhodobého hlediska je z důvodu udržitelnosti vhodné předpokládat stejné tempo růstu KPVH i provozně nutného investovaného kapitálu.

Vzhledem k nutným úpravám determinantů FCFF bude využita třífázová metoda DCF.

## 2. fáze

Během 2. fáze dojde ke stabilizaci rentability investovaného kapitálu a lineárnímu sladění růstu KPVH a provozně nutného investovaného kapitálu na hodnotu 4 %.

**Tabulka 5-3**

Diskontování FCFF ve stabilizační fázi (v tis. Kč)							
Rok	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
KPVH	605	655	702	746	783	815	847
KPVH změna	9,4%	8,3%	7,2%	6,2%	5,1%	4,0%	4,0%
Provozně nutný investovaný kapitál	4615	4608	4649	4738	4879	5074	5277
Provozně nutný investovaný kapitál změna	-1,2%	-0,1%	0,9%	1,9%	3,0%	4,0%	4,0%
Rentabilita investovaného kapitálu	13,1%	14,2%	15,1%	15,7%	16,1%	16,1%	16,1%
<b>FCFF</b>	660	<b>662</b>	<b>661</b>	<b>656</b>	<b>643</b>	620	644
FCFF změna	4,7%	0,3%	-0,1%	-0,8%	-2,0%	-3,6%	4,0%
Diskontní faktor	0,6931	0,6324	0,5770	0,5265	0,4804		
<b>FCFF diskontované</b>		<b>419</b>	<b>382</b>	<b>345</b>	<b>309</b>		
<b>kumulované diskontované FCFF</b>		<b>419</b>	<b>800</b>	<b>1146</b>	<b>1455</b>		

Vlastní zpracování

Průběh 2. fáze patrný z tabulky 5-3 je rozšířen i o roky 2027 a 2028. Z hodnot roku 2027 bude vycházet ocenění 3. fáze a rok 2028 názorně ilustruje sladění a stabilizaci změn KPVH a provozně nutného investovaného kapitálu. Celková současná hodnota 2. fáze je vyčíslena v poli kumulovaný diskontovaný FCFF za rok 2026 a vychází na **1 455 tisíc Kč**.

### 3. fáze

Hodnota 3. fáze bude zjištěna pomocí Gordonova vzorce, jehož vstupními parametry jsou koeficient  $g$  (předpokládané tempo růstu volného peněžního toku pro celou třetí fázi) a volné peněžní toky pro následující rok po stabilizační fázi, tedy pro rok 2027.

Vzhledem ke konstantní rentabilitě investovaného kapitálu ve 3. fázi má tempo růstu FCFF stejnou hodnotu jako změna KPVH, proto koeficient  $g = 4 \%$ .

Druhým vstupním údajem Gordonova vzorce jsou volné finanční toky v roce 2027. Obvyklým přístupem<sup>21</sup> je stanovení hodnoty na základě vzorce (5-1).

$$FCFF_{T_2+1} = FCFF_{T_2} \cdot (1 + g) \quad (5-1)$$

$T_2$       poslední rok stabilizační fáze

Jelikož v prvním roku 3. fáze nepředpokládáme žádné mimořádné události a vývoj  $FCFF$  v předchozích letech je již stabilní, lze tento obvyklý postup vyčíslení  $FCFF_{T_2+1}$  využít, přičemž tato hodnota je již vypočtena v rámci tabulky 5-3.

Po dosazení vstupních hodnot do vzorce (2-6) získáme hodnotu 3. fáze  $V_3$  a jejím diskontováním pak současnou hodnotu 3. fáze  $PV-V_3$ :

$$V_3 = 11\,070 \text{ tis. Kč}$$

$$PV-V_3 = 5\,318 \text{ tis. Kč.}$$

---

<sup>21</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 213 s. ISBN 9788087865385.

### 5.1.5 Hodnota neprovozního majetku

Poslední částí hodnoty podniku stanovené metodou DCF-entity, je ocenění neprovozního majetku, skládajícího se u podniku ABZ knihy, a. s. z finančního dlouhodobého majetku, nenutných peněžních prostředků a nenutných zásob.

V případě zásob se nominální a reálná hodnota liší. Vzhledem k rozdělení na nutné a nenutné zásoby jsou v posuzované neprovozní části produkty, které se podniku nedaří pravidelně prodávat nebo jsou v nadměrném množství. U těchto skladových položek bude obtížné vyjednat odprodej distributory za původní ceny. Po konzultacích s obchodním manažerem a analýze skladových zásob odhadujeme, že 15 % nenutných zásob bude z důvodu zastarání zcela neprodejných, 20 % zásob odeberou distributoři za původní prodejní ceny a zbytek bude prodejný s výraznou ztrátou. Celkem předpokládáme v kalkulaci ztrátu ve výši 50 %. Kompletní výčet neprovozního majetku je uveden v tabulce 5-4 a byl stanoven na hodnotu 1 886 tisíc Kč.

Tabulka 5-4

Neprovozní majetek k 1.4.2019 (v tis. Kč)			
Položka	nominální hodnota	korekce	reálná hodnota
Zásoby nenutné	1901	-950,5	951
Peněžní prostředky nenutné	887	0	887
DM nenutný	48	0	48
Celkem	2836	-951	<b>1886</b>

Vlastní zpracování

### 5.1.6 Celkové ocenění metodou DCF

Celkové ocenění metodou DCF-entity získáme součtem reálné hodnoty neprovozního majetku a souhrnné hodnoty 1. až 3. fáze, což je uvedeno v tabulce 5-5.

Tabulka 5-5

Celkové ocenění metodou DCF (v tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	2 120
Současná hodnota 2. fáze	1 455
Současná hodnota 3. fáze	5 318
Hodnota neprovozního majetku	1 886
<b>Výsledné ocenění metodou DCF entity</b>	<b>10 778</b>

Vlastní zpracování

Výsledné ocenění metodou DCF-entity k 1. 4. 2019 vychází **10 778 tisíc Kč**.

### 5.1.7 Kontrolní ocenění metodou EVA

Vzhledem k použitému kompatibilnímu výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu a KPVH pro metodu DCF, odpovídající veličinám NOPAT a NOA, a ke konstantní rentabilitě provozně nutného investovaného kapitálu ve 3. fázi, máme jednak připraveny vstupní data pro výpočet hodnoty podniku pomocí metody EVA a jednak budou (při použití stejných koeficientů  $WACC = 9,6 \%$  a  $g = 4 \%$ ) výsledné hodnoty totožné. Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty proto slouží jako kontrolní mechanismus, přičemž navíc přináší dodatečnou informaci o velikosti ekonomické přidané hodnoty, tvořené podnikem během jednotlivých let. Postup i celková hodnota podniku stanovená metodou EVA jsou při použití vzorců (2-13) a (2-14) uvedené v tabulce 5-6.

Tabulka 5-6

Stanovení hodnoty podniku metodou EVA (v tis. Kč)						
EVA – 1. fáze						
Rok	2018	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH po dani (NOPAT)	920	560	545	553	605	655
Provozně nutný investovaný kapitál (NOA)	<b>4996</b>	4841	4748	4670	4615	4608
Náklady investovaného kapitálu		479	465	456	448	443
EVA		<b>80</b>	<b>80</b>	<b>97</b>	<b>157</b>	<b>212</b>
Diskontní koeficient		0,9124	0,8325	0,7596	0,6931	
Diskontovaná EVA		<b>73</b>	<b>67</b>	<b>74</b>	<b>109</b>	
Diskontovaná kumulovaná EVA pro 1. fázi		73	140	214	<b>323</b>	
EVA – 2. fáze						
Rok	2022	2023	2024	2025	2026	2027
KPVH po dani	605	655	702	746	783	815
Provozně nutný investovaný kapitál	4615	4608	4649	4738	4879	5074
Náklady investovaného kapitálu		443	442	446	455	468
EVA		<b>212</b>	<b>260</b>	<b>299</b>	<b>329</b>	347
Diskontní koeficient		0,6324	0,5770	0,5265	0,4804	
Diskontovaná EVA		<b>134</b>	<b>150</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	
Diskontovaná kumulovaná EVA pro 2. fázi		134	284	442	<b>600</b>	
EVA – 3. fáze						
$EVA_{2027}$						347
Hodnota 3. fáze [ $EVA_{2027}/(WACC-g)$ ]						6191
Současná hodnota 3. fáze						<b>2974</b>
Celkové ocenění						
Současná hodnota 1. fáze						323
Současná hodnota 2. fáze						600
Současná hodnota 3. fáze						2974
$NOA_0$						4996
Provozní hodnota netto						8892
Hodnota neprovozního majetku						1886
<b>Výsledné ocenění metodou EVA</b>						<b>10 778</b>

Vlastní zpracování

Z ocenění metodou EVA je zřejmé, že podnik vytváří ekonomickou přidanou hodnotu ve všech prognózovaných obdobích.

## 5.2 Ocenění analýzou majetku

Analýzou jednotlivých položek aktiv získáme doplňující ocenění z pohledu hodnoty při ukončení činnosti podniku nebo hodnoty na znovuvybudování provozně nutné části podniku. Majetkové ocenění nám udává rámec pro posouzení výsledků výnosové metody a přináší informace o racionalitě podnikání nebo o případné hodnotě mimo-bilančních aktiv.

### Nemovitosti

Nemovitý majetek se skládá z obchodních prostor na adrese sídla společnosti a pozemku pod obchodem. Byla zjištěna cena obvyklá v roce 2018, kdy probíhal prodej sousedního identického obchodu. Cena obvyklá pro rok 2018 byla tímto způsobem stanovena na 3 380 tisíc Kč. Dle údajů Českého statistického úřadu rostly ceny nemovitostí mimo Prahu za roky 2010 až 2016 průměrným tempem 2,2 % ročně, které bude použito pro získání obvyklé ceny v roce 2019.

Pro stanovení substanční ceny dále kalkulujeme transakční náklady na nákup ve výši 5 % a daň z nabytí nemovitosti ve výši 4 %. U likvidační hodnoty kalkulujeme pouze transakční náklady ve výši 5 %.

### Movitý majetek

Dle inventarizačního soupisu a míry opotřebení byla podnikem stanovena hodnota movitého majetku na hodnotu 420 tisíc Kč. Pro stanovení likvidační i substanční ceny předpokládáme transakční náklady ve výši 30 %.

### Nehmotný majetek

Nehmotný majetek ve formě softwaru byl vyvinut vlastníky a vložen do podniku v roce 2009. Od tohoto roku byl software zhodnocován zaměstnanci, přičemž toto zhodnocení v účetních výkazech nefiguruje. Software se skládá z IS podniku a webových projektů. Pro stanovení substanční hodnoty předpokládáme dle odhadu vlastníků, že osobní náklady připadající na vývoj softwaru jsou na úrovni 15 % celkových osobních nákladů, což od roku 2009 odpovídá částce 7 653 tisíc Kč. Charakter vývoje v rámci společnosti spočívá v inkrementálním rozšiřování a aktualizaci jednotlivých funkcí, přičemž přímý vývoj daného softwaru k současnému stavu by podle odhadu vývojářů



představoval přibližně 70% náklady, což při započtení hodnoty vkladu a osobních nákladů v letech 2010 až 2018 představuje částku 5 173 tisíc Kč.

Při stanovení likvidační hodnoty rozdělíme software na IS a webové projekty. IS je vytvořen na míru podniku a je neprodejný. Naproti tomu podnik již obdržel několik nabídek na odprodej webových projektů. Dle těchto nabídek lze přibližně určit jejich hodnotu na výši 1 500 tisíc Kč. Druhou možností stanovení likvidační hodnoty webových projektů představuje metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Projekty generují stabilní výnosy pomocí online reklamy stanovené v tabulce 4-14, při stanovení paušálních nákladů na provoz a administraci ve výši 65 % dle odhadu administrátora projektů, výnosů za rok 2018 a použití diskontní míry stanovené dle nákladů vlastního kapitálu, vychází hodnota projektů dle vzorce (2-12) 1 809 tisíc Kč. Pro stanovení likvidační hodnoty nehmotného softwaru použijeme střední hodnotu obou zjištění.

### Zásoby

Zásoby jsme v rámci analýzy provozně nutných aktiv rozdělili na dvě části. Provozně nepotřebné zásoby byly již oceněny v kapitole 5.1.5 a tato hodnota bude použita pro substanční i likvidační hodnotu.

Zásoby provozně nutné pro substanční hodnotu oceníme pořizovací hodnotou, přičemž vzhledem k charakteru zboží, kdy knihy jsou obvykle prodávány v rámci jednoho vydání za stejnou cenu v čase, nemusíme kalkulovat cenový růst zásob. Likvidační hodnota provozně nutných zásob, tzn. zásob, které by podnik dokázal během jednoho roku prodat, byla po konzultaci s produktovým manažerem ohodnocena na úrovni 80 % z pořizovací ceny.

### Pohledávky

Pohledávky lze ocenit stejnou likvidační i substanční hodnotou dle obvyklých koeficientů<sup>22</sup> závislých na době po splatnosti. Kalkulace i koeficienty jsou uvedeny v tabulce 5-7.

---

<sup>22</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 417 s. ISBN 9788087865385.

**Tabulka 5-7**

Ocenění krátkodobých pohledávek (v tis. Kč)				
Doba po splatnosti	Koeficient	Účetní hodnota	Korekce	Reálná hodnota
Ve lhůtě splatnosti	0,97	1135	34	1101
Do 30 dnů	0,91	228	21	207
30 až 90 dnů	0,8	94	19	75
90 až 180 dnů	0,61	57	22	35
180 až 360 dnů	0,32	59	40	19
Více než rok	0	181	181	0
<b>Celkem</b>	-	<b>1754</b>	<b>317</b>	<b>1437</b>

Vlastní zpracování na základě [5]

### Souhrn dle typu hodnoty

Výsledné ocenění dle typu hodnoty je uvedeno v tabulce 5-8.

**Tabulka 5-8**

Hodnota podniku k 1.4.2019 na základě analýzy majetku (v tis. Kč)				
	Pořizovací cena	Účetní hodnota	Substanční hodnota	Likvidační hodnota
Dlouhodobý majetek nemovitý	3116	2332	3772	3290
Dlouhodobý majetek movitý	988	109	546	323
Dlouhodobý majetek nehmotný	969	0	5173	1655
Dlouhodobý majetek prov. nenutný	50	48	48	48
Zásoby provozně nutné	2935	2935	2935	2348
Zásoby provozně nenutné	1901	1901	951	951
Zásoby materiálu	81	81	81	41
Peněžní prostředky a ekvivalenty	1419	1419	1419	1419
Pohledávky	1754	1754	1437	1437
Závazky (-)	2659	2659	2659	2659
<b>Celkem</b>	<b>10554</b>	<b>7920</b>	<b>13703</b>	<b>8853</b>

Vlastní zpracování

### 5.3 Riziko a analýza citlivosti

Výsledné ocenění výnosovou metodou souvisí zejména s prognózou provozního zisku a s určením diskontní sazby, přičemž KPVH závisí na tržbách, nákladech a určeném tempu růstu v pokračovací fázi. Faktory ovlivňující tyto veličiny lze považovat za rizikové, vhodné pro detailnější analýzu. Posouzení významnosti rizikových faktorů provedeme pomocí analýzy citlivosti. Konkrétně budou posouzeny segmentované tržby a osobní náklady při roční korekci růstu o  $\pm 1$  %. Dále diskontní sazba, koeficient růstu FCFF ve 3. fázi a segmentovaná produktová marže (rozdíl tržeb a nákladů na pořízení zboží u tištěných a elektronických knih) při změně o  $\pm 1$  %.

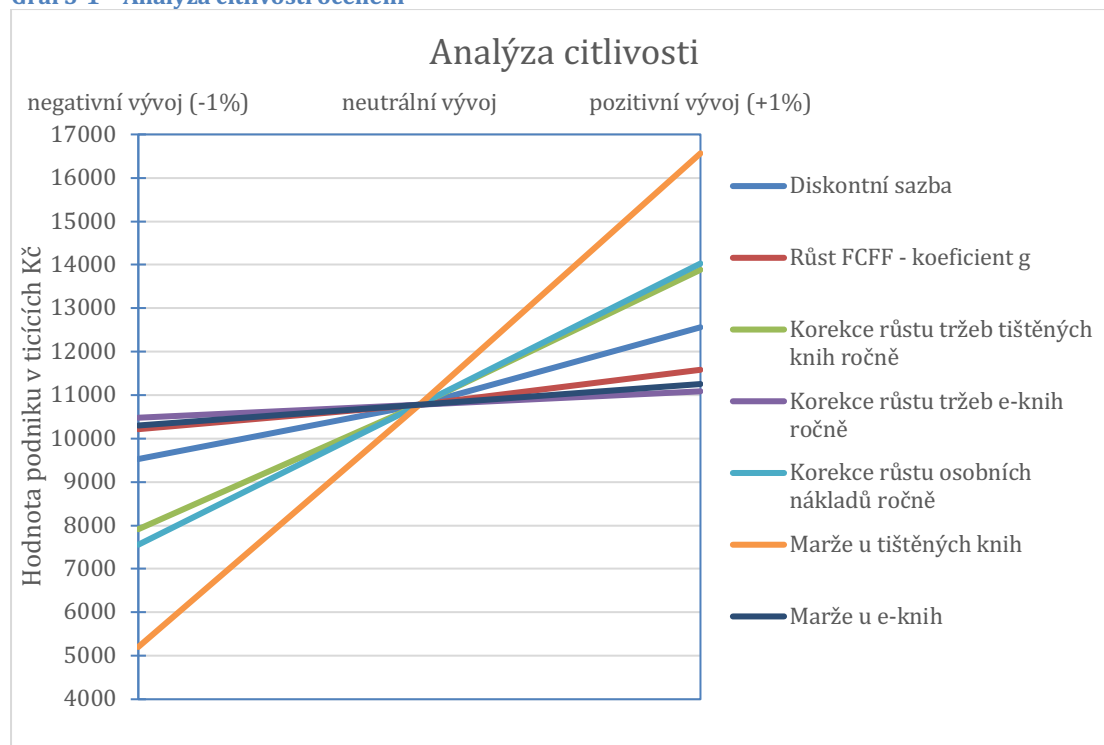
Výsledné ocenění při negativním a pozitivním vývoji každého rizikového faktoru je patrné z tabulky 5-9 a grafu 5-1.

Tabulka 5-9

Analýza citlivosti ocenění podniku ABZ knihy, a.s.						
Faktor	Hodnota nebo korekce faktoru			Ocenění podniku (v tis. Kč)		
	negativní	neutrální	pozitivní	negativní	neutrální	pozitivní
Vývoj						
Diskontní sazba	10,60%	9,60%	8,60%	9529	10778	12561
Růst FCFF – koeficient g	3%	4%	5%	10216	10778	11583
Korekce růstu tržeb tištěných knih ročně	-1%	0%	1%	7914	10778	13885
Korekce růstu tržeb e-knih ročně	-1%	0%	1%	10480	10778	11087
Korekce růstu osobních nákladů	1%	0%	-1%	7557	10778	14029
Marže u tištěných knih	25%	26%	27%	5204	10778	16565
Marže u e-knih	17%	18%	19%	10301	10778	11255

Vlastní zpracování

**Graf 5-1 – Analýza citlivosti ocenění**



Vlastní zpracování

Z výsledku analýzy citlivosti je patrné, že riziko vlastního ocenění je poměrně velké. Zejména při jiném než očekávaném vývoji produktových marží a tržeb u tištěných knih nebo při neočekávaném vývoji osobních nákladů představuje procentní odchylka změnu v předpokládané hodnotě podniku v řádu desítek procent.

## 5.4 Souhrnné ocenění

Dle doporučení z kapitoly 2.10. bylo provedeno ocenění podniku výnosovou i majetkovou metodou. Likvidační i substanční hodnota nemá v rámci této práce význam sama o sobě, ale slouží jako kontext, ve kterém lze pomocí výsledného ocenění výnosovou metodou posoudit celkový stav podniku.

Přehledný výsledek ocenění je uveden v tabulce 5-10.

**Tabulka 5-10**

Ocenění výnosovými a majetkovými metodami (v tis. Kč)				
Likvidační hodnota	<	Hodnota metodou DCF entity	<	Substanční hodnota
8 853	<	10 778	<	13 703

Vlastní zpracování

U prosperujícího podniku platí vztah (5-2)<sup>23</sup>, což by v našem případě znamenalo zápornou hodnotu samostatně nevymezitelných nehmotných aktiv.

$$\text{Výnosová hodnota} = \text{Substanční hodnota} + \text{Samostatně nevymezitelná nehmotná aktiva} \quad (5-2)$$

Vzhledem k ohodnocení nehmotného majetku v podobě vlastního softwaru můžeme samostatně nevymezitelná nehmotná aktiva označit jako goodwill. Prosperující podnik má obvykle kladný goodwill, u podniku vhodného k likvidaci má ocenění výnosovými metodami nižší hodnotu než likvidační. V případě podniku ABZ knihy jsme dospěli k výsledku, který naznačuje, že podnik balancuje mezi prosperitou a likvidací a je proto vhodný k restrukturalizaci. Z analýzy citlivosti vyplývá možné zaměření restrukturalizace, spočívající v zásadních opatřeních, které by vedly ke zvýšení rentability tržeb.

Vysoká citlivost ocenění na několik rizikových faktorů předjímá rozšíření výsledku o interval, ve kterém se může hodnota podniku v blízké budoucnosti pohybovat a který je zdola omezený likvidační hodnotou a shora substanční.

Výsledné ocenění podniku **ABZ knihy, a.s.** představuje interval 8,9 až 13,7 miliónů Kč a odhadovaná **hodnota k 1.4.2019** ve výši **10,8 miliónů Kč**.

---

<sup>23</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. 470 s. ISBN 9788087865385.

## 6 Závěr

Ocenění podniku ABZ knihy, a.s. vychází z detailní strategické analýzy, v rámci níž byly provedeny analýzy a matematicko-statistickými metodami stanoveny prognózy veličin, významně ovlivňujících celkové hodnocení podniku. Byly posouzeny relevantní trhy a predikován jejich vývoj, rozbor aktiv přinesl informaci o velikosti provozně nutného investovaného kapitálu a posouzení konkurenceschopnosti podniku vyústilo v predikci tržních podílů a ziskové marže.

Na základě strategické analýzy byl sestaven finanční plán podniku pro období 2019 až 2022, který společně se stanovením diskontní sazby, vycházející z makroekonomických podmínek i rizikovosti konkrétní podnikatelské činnosti, tvoří vstupní data pro určení hodnoty výnosovými metodami.

Stěžejní část ocenění tvoří aplikace metody DCF entity v třífázové variantě. Ocenění 1. fáze bylo provedeno na základě čtyřletého finančního plánu, na kterou navazuje stejně dlouhá stabilizační fáze, korigující tempo růstu zisku a investic na dlouhodobě udržitelnou úroveň. Třetí fáze s teoreticky neomezenou délkou trvání byla na základě stabilizovaného tempa růstu i rentability investovaného kapitálu stanovena Gordonovým vzorcem.

Celkový výsledek výnosové metody byl podroben testu citlivosti, který u některých faktorů odhaluje relativně vysoké riziko odchylek od stanovené hodnoty, což je po rozboru způsobeno aktuální situací podniku, charakterizovanou nízkou rentabilitou tržeb.

Doplňkové ocenění likvidační a substanční hodnotou připravilo rámec pro posouzení celkového stavu podniku.

V souhrnném ocenění posuzující výsledky obou metod jsme dospěli k závěru, že podnik je vhodný k restrukturalizaci a ocenění k 1. 4. 2019 odpovídá výsledku výnosové metody, přičemž vývoj hodnoty podniku ceteris paribus je vytyčen likvidační a substanční hodnotu.

## Seznam použité literatury a zdrojů

1. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
2. FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů*. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3293-0.
3. KAŠÍK, Josef a Jiří FRANEK. *Základy podnikové diagnostiky*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 2015. ISBN 9788024838885.
4. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0.
5. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 9788087865385.
6. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
7. PRATT, Shannon. *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. 5th edition, vyd. McGraw-Hill Education, 2007. ISBN 978-0071441803.
8. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.
9. *Burza cenných papírů Praha* [online]. Praha: Burza cenných papírů Praha, 2019. Dostupné z: <https://www.pse.cz>
10. *Fio banka* [online]. Praha: Fio banka, a.s., 2019. Dostupné z: <https://www.fio.cz>
11. *KURZY.cz* [online]. Praha: Kurzy.cz, spol. s r.o., 2019. ISSN 1801-8688. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz>
12. *Makroekonomická predikce České republiky: leden 2015* [online]. 2015, 2015(1) [cit. 2019-03-22]. ISSN 1804-7971. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-leden-2015-20401>
13. *Makroekonomická predikce České republiky: leden 2017* [online]. 2017, 2017(1) [cit. 2019-03-22]. ISSN 1804-7971. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-leden-2017-27446>
14. *Makroekonomická predikce České republiky: leden 2019* [online]. 2019, 2019(1) [cit. 2019-03-22]. ISSN 1804-7971. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2019/makroekonomicka-predikce-leden-2019-34169>
15. SČKN. *Zpráva o českém knižním trhu 2012/13* [online]. 2013 [cit. 2019-03-20]. ISBN 978-80-902495-8-5. Dostupné z: <https://www.sckn.cz/zpravy-o-ceskem-kniznim-trhu/>
16. SČKN. *Zpráva o českém knižním trhu 2013/14* [online]. 2014 [cit. 2019-03-20]. ISBN 978-80-905680-1-3. Dostupné z: <https://www.sckn.cz/zpravy-o-ceskem-kniznim-trhu/>
17. SČKN. *Zpráva o českém knižním trhu 2014/15* [online]. 2015 [cit. 2019-03-20]. ISBN 978-80-905680-4-4. Dostupné z: <https://www.sckn.cz/zpravy-o-ceskem-kniznim-trhu/>

18. SČKN. *Zpráva o českém knižním trhu 2015/16* [online]. 2016 [cit. 2019-03-20]. ISBN ISBN 978-80-905680-8-2. Dostupné z: <https://www.sckn.cz/zpravy-o-ceskem-kniznim-trhu/>
19. SČKN. *Zpráva o českém knižním trhu 2016/17* [online]. 2017 [cit. 2019-03-20]. ISBN ISBN 978-80-907020-0-4. Dostupné z: <https://www.sckn.cz/zpravy-o-ceskem-kniznim-trhu/>
20. SČKN. *Zpráva o českém knižním trhu 2017/18* [online]. 2018 [cit. 2019-03-20]. ISBN ISBN 978-80-907020-2-8. Dostupné z: <https://www.sckn.cz/zpravy-o-ceskem-kniznim-trhu/>



## Seznam zkratk

CF – cash flow, peněžní toky

CV – pokračující hodnota (continuing value)

ČPK – čistý pracovní kapitál

DCF – diskontování peněžních toků

EVA – ekonomická přidaná hodnota

FCF – čisté peněžní toky, volné peněžní toky

FCFE – peněžní toky z aktiv pro vlastníky

FCFF – peněžní toky z aktiv pro vlastníky a věřitele

HDP – hrubý domácí produkt

KPVH – korigovaný provozní výsledek hospodaření

MF – Ministerstvo financí

PV-CV – současná hodnota pokračující fáze (present value of continuing value)

SČKN – Svaz českých knihkupců a nakladatelů

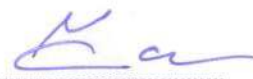
WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25.4.2019



Bc. Radek Kučera

## Seznam příloh

Příloha č. 1 – Výpis z obchodního a živnostenského rejstříku

Příloha č. 2 – Rozvaha a VZZ minulých období

Příloha č. 3 – Horizontální a vertikální analýza výkazů

Příloha č. 4 – Finanční plán